



IT 보급률 → 수익성 → 주가의 상관관계, Cycle 종료!

보급률 40% 도달은 IT 수익성 고점 근접을 의미
 스마트폰 시장 보급률 40% 근접에 대한 전략적 대응 필요
 IT 업종 투자 의견 Neutral 유지, 'Profit Taking'

Analyst 전성훈 02-3771-7566 · sh.chun@hanafn.com
RA 최재형 02-3771-7567 · jaechoi415@hanafn.com





4	<p>Idea의 시작 – Apple과 RCA 비교</p> <p>IT Cycle의 주가 순환 – 반복되는 혁신적인 신제품 기대감과 그 소멸의 과정4</p>
9	<p>PC 보급률과 IT 업체 주가 – 보급률 40~50%에 주가 고점</p> <p>PC 보급률과 IBM, Microsoft – 보급률 50% 전후 주가 고점 확인.....9</p>
11	<p>휴대폰 시장 – 노키아의 反面教師</p> <p>노키아의 反面教師 – 새로운 혁신이 주가 재상승의 발판.....11</p>
15	<p>보급률 40%의 Insight</p> <p>1) 보급률 40% 도달은 하드웨어 경쟁 시장 / 새로운 혁신의 준비 시점을 의미.....15 2) 왜 40% 인가? – IT 시장의 가격 구조 때문16</p>
18	<p>스마트폰 시장 보급률 40% 진입 시작</p> <p>1) 스마트폰 보급률 40% 근접 – ‘Profit taking’ 전략이 필요한 시기.....18 2) 향후 스마트폰 시장의 경쟁은 수직 계열화된 공급 구조로 국내 업체에게 유리.....19</p>
22	<p>기타 Issue – 보급률 추가 확대? – 약정기간을 통한 인위적 교체 지속?</p> <p>1) 중국, 인도 시장의 보급률 확대가 수익성 개선 유발? 가격 구조상 가능성 낮음.....22 2) 통신사 약정 기간을 통한 인위적인 스마트폰 수요 유지?23</p>
24	<p>종목 분석</p> <p>1) 삼성전자25 2) 삼성테크윈29</p>

IT
Neutral

Top Picks 및 관심종목

종목명 투자의견 목표주가(12M)

삼성전자 BUY 1,500,000원(신규)

LG전자 BUY 140,000원



Analyst 전성훈

☎ 02-3771-7566

✉ sh.chun@hanafn.com

RA 최재형

☎ 02-3771-7567

✉ jaechoi415@hanafn.com

IT 보급율 → 수익성 → 주가의 상관관계, Cycle 종료!

보급률 40% 도달은 IT 수익성 고점 근접을 의미

IT 제품의 보급률과 선발 업체들의 수익성, 주가 등을 분석한 결과, 보급률 40%를 전후하여 선발 업체의 주가 및 수익성이 고점에 도달하였음이 확인되었다. 이는 IT 시장의 가격 구조상(고가 30% : 중가 30% : 저가 40%) 보급률 40%는 고가 시장의 수요가 중단되고 중저가 시장으로 확산되는 출발점이 되기 때문이다. 보급률 40% 이후 보급률의 추가 확산에 따라 판매 대수가 증가하였음에도 불구하고 수익성의 개선이 나타나지 않은 것으로 확인되었다. 이는 추가 보급률 확산을 위해선 가격 인하가 선행되어야 하며, 가격 인하 속도와 원가 구조의 개선 속도의 차이에 따라 수익성의 변화가 나타났기 때문이다.

IT 보급률 40%의 Insight는 다음과 같다. 1) 보급률 40% 도달 이후 IT 하드웨어 시장은 하드웨어 제조 경쟁력 및 원가 경쟁 시장으로 빠르게 이전한다. 2) 새로운 기술의 개발과 그에 따른 대체재 출현 가능성이 높아진다. IT 하드웨어 시장은 대부분 보급률 40% 도달 이후 원가 경쟁에 따른 수익성 하락으로 장기간 마진 및 주가의 횡보가 나타나며, 새로운 대체재 출현시 이에 대한 대응이 가능한 업체와 그렇지 못한 업체의 극적인 격차를 수반한다. 삼성전자와 노키아의 스마트폰 시장 대응이 이를 잘 설명한다.

스마트폰 시장 보급률 40% 근접에 대한 전략적 대응 필요

국내 IT 업체들의 이익의 기반인 스마트폰 시장의 보급률이 40% 수준에 근접하고 있다. 따라서, 스마트폰 중심의 수익 기반 업체의 수익성 악화 가능성이 높아지고 있다고 판단한다. 스마트폰 제조 업체들은 1) 현재의 하드웨어 제조 경쟁력 기반 위에 원가 구조 개선을 통해 가격 인하에 대비해야 하며, 2) 새로운 혁신 제품의 출시에 대응하기 위한 연구 개발과 원가 안정을 병행해야 한다.

IT 업종 투자의견 Neutral 유지, 'Profit Taking'

당사는 스마트폰에 치중되어 있는 국내 IT 산업 구조상, 수익성의 고점이 3분기중 나타날 것으로 판단하여 왔다. 스마트폰의 보급률 40%에 근접한 현재 상황에서 IT 업종의 비중을 점진적으로 축소하는 것이 적절하다고 판단한다. 향후 스마트폰 가격 인하에 따른 원가 이전 가능성이 높기 때문에 부품업체보다 세트 업체의 수익성 유지 가능성이 높다고 판단한다. IT 업종에 대한 투자의견 Neutral, Top Picks 삼성전자, LG전자 유지한다.

1

Idea의 시작 -
Apple과 RCA 비교

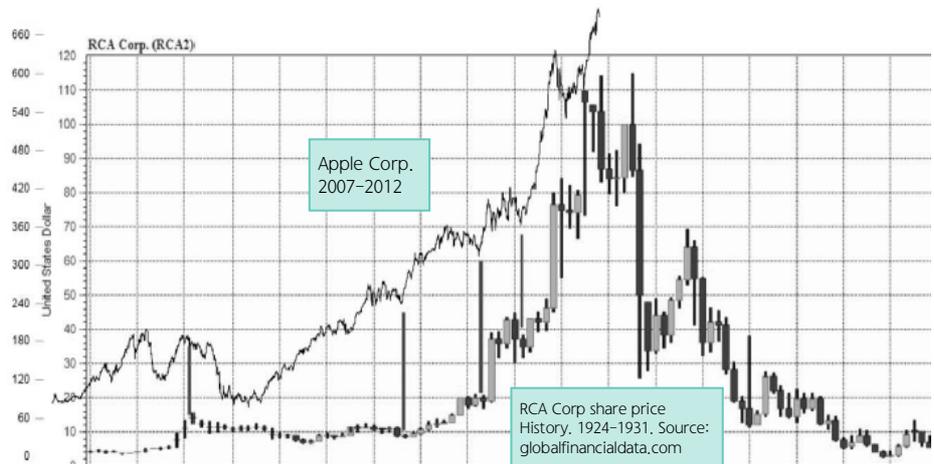
IT Cycle의 주가 순환 - 반복되는 혁신적인 신제품 기대감과 그 소멸의 과정

당사는 2012년 연간 전망 이후, 일관되게 2012년이 스마트폰 시장 성장의 고점임을 주장하여 왔다. 지난 9월3일 'Profit Taking' 리포트를 통해 IT 업종의 투자의견을 Neutral로 하향한 기본적인 이유이다. 3분기 실적이 스마트폰의 성장에 따라 스마트폰 Cycle상 고점을 지나고 있다고 판단하기 때문이다.

이번 리포트는 과거 IT 신제품의 보급률과 그 혁신을 담당했던 기업들의 수익성 및 주가를 비교하여, 스마트폰 시장의 고점 이후 새로운 IT 기기의 혁신 시기 도래까지 IT 업종의 투자의견을 점검하는 데 그 목적이 있다. 또, 스마트폰 시장의 글로벌 확산에 따른 추가 성장 기대라는 주식 시장의 논리를 검증하고자 한다.

실질적으로 이 리포트의 Idea는 Marc Faber의 Apple(애플)과 RCA(Radio Corporation of America)의 주가 비교 그래프에서 출발한다. 당사는 이 그래프가 IT 제품의 혁신적인 기기 보급 이후 주식 시장의 기대감과 혁신의 종료 및 보급률 고점 이후의 주가 흐름을 예측하기 적절한 자료라 판단하였다.

그림 1. Apple과 RCA 주가 비교 - IT 신제품의 Cycle과 그 주도 업체의 주가 흐름의 모델



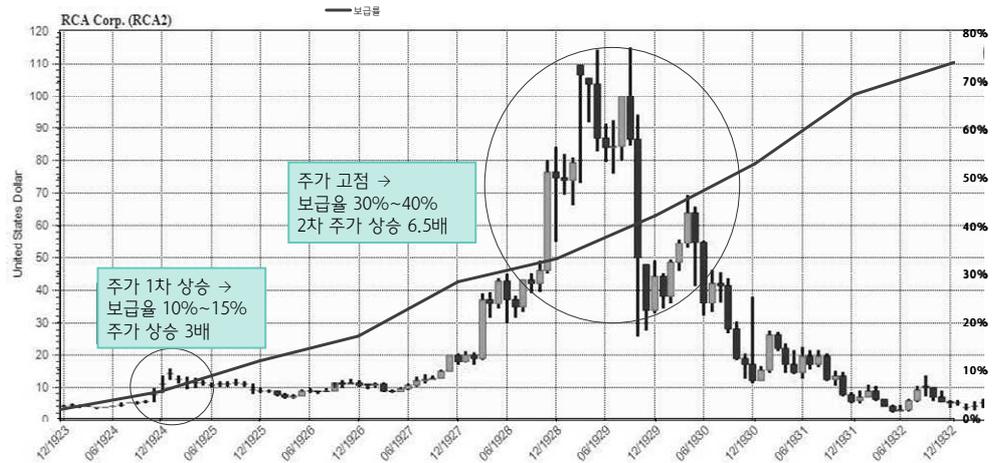
자료: Marc Faber, 하나대투증권

그림 1에서 보는 바와 같이 애플과 RCA의 주가 흐름은 새로운 IT 제품의 출시 이후 정점 도달까지 매우 유사한 흐름을 보여주고 있다. 중간의 막대가 나타내는 주가 조정 국면도 유사하다. 애플이 스마트폰을 통한 새로운 혁신(스마트 기기 시장)을 창조하였다면, RCA는 당시 독점적인 무선 기술을 바탕으로 라디오와 TV 시장의 창조에 공헌하였다. 과거 라디오 시장 및 현재의 TV 시장 규모와 스마트폰 시장 규모를 비교할 때, 거의 유사한 규모의 IT 시장의 탄생이 이루어졌음을 확인할 수 있다.

RCA는 1920년 상장되어 라디오 보급률이 미국 시장 기준 10%에 도달한 1925년 1차 주가 상승(\$4→\$12)후, 보급률이 30%에 도달한 1927년을 기점으로 2년간 6.5배(\$20→\$114)의 주가 상승이 이루어졌다. 1929년 대공황 직전의 버블에 따른 주가 상승 분도 포함되어 있으나, 궁극적으로 1920년 라디오 출시(1936년 TV 출시) 이후 IT(당시 방송용 가전기기 중심) 시장 탄생에 대한 기대감이 주가에 반영되어 있다.

이후 RCA 주가는 1929년 대공황에 따른 버블 붕괴 이후 1931년까지 90.4%(전고점 \$114에서 \$11) 하락하였으며, 1936년 TV 시장 형성시기까지 회복하게 된다.

그림 2. RCA 주가와 미국 라디오 보급률 - 보급률 35~40%에서 주가 고점 형성



자료: 하나대투증권

당시 미국의 라디오 생산은 초기 연간 50만대 생산에서 최고 시점 443만대로 약 9배 상승하였다. RCA 주가는 연간 라디오 생산량의 증가에 따라 실적 개선되며 상승하였으나, 1929년 보급률 40% 도달 이후 Mass Market 진입 및 경기 둔화에 따른 가격하락과 함께 급락하였다.

그림 3. RCA 주가와 미국 라디오 생산량 - 생산 규모의 9배 증가



자료: 하나대투증권

RCA 주가 흐름을 Apple의 주가 방향에 직접적으로 연결하기에는 다음과 같은 차이점이 존재한다. 먼저 1) 대공황이라는 경제 사건을 통한 수요 붕괴와 금융 위기 이후 글로벌 경기 둔화에 따른 수요 감소를 상회한다는 점, 2) 세계 경제의 글로벌화에 따라 수요 지역이 1929년 미국 및 유럽 2개 지역에서 2012년 현재 전 세계로 확대되었다는 점이다. 따라서, RCA 수준의 극단적인 주가 붕괴가 나타날 가능성은 극히 희박하다고 판단한다.

하지만, 당사는 아래 사항과 같은 유사점 때문에 그 조정 폭의 차이가 존재한다 하더라도 주가 조정의 방향성이 동일할 것으로 판단한다. 유사점은 아래와 같다.

1) 라디오의 보급 이후 새로운 무선 시장이 확대될 것으로 기대되었으나, 실제 2차 IT 시장의 혁신인 1939년 TV 출시까지 새로운 성장 동력이 사라졌다는 것과 iPhone 4 이후 혁신이 없어진 Apple의 휴대폰 Line-Up이다(그림 5 참조).

2) 보급률 확대 시기에 발생한 Fundamental과 기대감의 괴리 현상이다(그림 3, 6 참조).

먼저 IT 산업의 성장 동력인 혁신에 관한 문제이다. 1920년 라디오 방송 시작 이후, 1928년 디스크에 영상을 넣어 영상 및 음향을 전달하는 기기(오늘날의 CD, DVD 일체형 TV 개념) 생산에 따라 라디오 주파수를 통한 영상 송출에 대한 기대감이 확대되었다. 이러한 기대감은 당시 무선 기술의 강자였던 RCA의 무선 영상 방송에 대한 기대감으로 주가에 반영되었다. 주식 시장은 라디오의 보급 이후 TV라는 새로운 IT 기기의 혁신으로 IT업체들의 실적 개선이 지속될 것으로 추정하였다. 하지만, 기술 개발의 지연에 따라 최초 TV는 1936년 출시되었다. 라디오의 보급률 상승과 TV 출시까지의 5~6년 간의 lead-time과 기대감의 조정 과정은 불가피한 상황이었다.

당사는 현재 스마트폰 이후의 IT 산업에 대한 시장의 기대감과 실제 시장 형성과의 괴리감이 이와 유사하다는 판단이다. 즉, 스마트폰에 이은 태블릿 PC와 스마트 가전(TV), 스마트 자동차 단계까지 혁신이 지속될 것이라 기대감과 실제 스마트 TV 및 스마트 자동차 등 새로운 혁신 시장의 도래까지는 상당한 괴리를 나타낼 것으로 추정된다.

그림 4. 1928년 GE의 Scanning Disk TV → 무선을 통한 영상 방송에 대한 기대감 조성



1928 G.E. Scanning Disk Television Set (closed-open)

(c) Tvhistory.TV Library

자료: 하나대투증권

애플의 제품 출시와 플랫폼의 변화를 분석해 보면, 실질 플랫폼 및 스마트폰 비즈니스의 혁신은 iPhone 4가 출시된 시기에서 종료된 것으로 판단된다. iPhone 4 출시와 함께 iPad의 태블릿 PC 신규 시장이 형성될 것으로 예측하였으나, 태블릿 PC는 PC 수요를 완전 대체하지 못하고 과거 넷북 시장(연간 6천만~8천만대)을 대체하는 수준에서 성장이 중단되었다. 스티브 잡스의 유작인 iPhone 4S는 플랫폼(iOS5)에 인공지능 음성인식 기능인 Siri를 포함하여, 향후 IT 기기의 UI(User Interface)변화의 가능성을 잠재시켰지만 Siri를 통한 새로운 혁신 시기 도래까지는 시간이 필요하다는 판단이다.

현재 출시되고 있는 스마트 TV는 소비자들의 TV교체 욕구를 자극하지 못하고 있다. 콘텐츠의 부족 등 해결해야 할 과제가 누적되어 있어 새로운 TV 교체 수요와 이에 따른 가전(냉장고, 조리기기 등)의 스마트화는 시간이 필요하다는 판단이다.

하지만, 현재 애플의 주가에는 애플의 혁신성에 대한 맹목적 신뢰를 포함하고 있다. 향후 애플이 새로운 무언가를 창조할 것이란 기대감의 반영이라는 것이다. 따라서, 삼성전자가 애플 대비 저평가되어 있다는 논리보다, 애플의 현 주가가 적정하나에 대한 고찰이 우선되어야 할 시점이다. 당사는 애플의 현 주가에 고평가 요소가 반영되어 있다고 판단한다(그림 5 참조).

그림 5. 플랫폼(iOS)과 iPhone의 배합 - iPhone 4 이후 궁극적인 혁신의 종료 → 하드웨어 제조경쟁력/원가 경쟁력 시장

하드웨어 기기	iPhone 2,3	iPhone 3GS	iPhone 4	iPhone 4S	iPhone 5	iPhone ?
플랫폼	iOS2	iOS3	iOS4	iOS5	iOS6	iOS7 ?
의미	스마트폰 Platform의 탄생	AppStore 시작 콘텐츠 시대 도래	스마트폰 혁신의 마무리 단계	Siri 시작, Minor Change Jobs 사망	Siri 고도화 혁신의 의미 상실	스마트가전(TV)? 스마트 Car?
하드웨어 디자인	모서리 및 후면 유선형		강화 유리 사용, 후면 평면		디자인 변화 없는 면적 확대, 추가 확대?	
시장 경쟁	플랫폼 기술 경쟁 시기			H/W 제조 경쟁력 → 원가 경쟁력 이전 시기		

자료: 하나대투증권

현재 스마트폰 시장에서 유발된 전체 IT 시장의 혁신은 중단되고, 스마트폰 시장은 당사의 주장과 같이 하드웨어 제조 경쟁력 시장으로 전환되었다. 이러한 시장에서는 '생산 과정의 수직 계열화를 통한 다양한 하드웨어의 생산'이 핵심 경쟁력이며, 삼성전자 및 LG전자 등 국내 업체들의 시장 지위 향상은 당연한 결과이다.

당사가 그 동안 국내 휴대폰 업체들의 시장 지위가 확대될 것으로 주장해온 가장 핵심 사유이다(당사 IT 산업 리포트 참조). 자세한 내용은 후술하겠다.

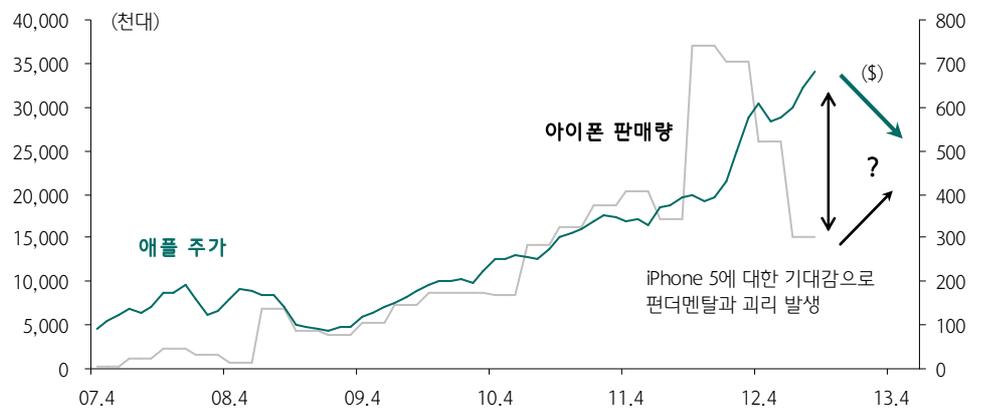
그림 3에서 보는 바와 같이 RCA 주가는 1) 라디오 시장의 보급률 40% 도달과 2) 새로운 혁신에 대한 기대감이 반영되어 주가가 실질 영업 기반이었던 라디오 판매 규모를 대폭 초과하였다. IT Cycle 고점에서 항상 수반되는 펀더멘탈과의 괴리 발생이다. 현재의 애플 주가 역시 유사한 흐름을 나타내고 있다.

애플의 iPhone 판매대수는 2011.4분기 3,700만대로 고점을 기록한 이후 지속적으로 감소하였다. 이는 iPhone 4S의 혁신 부족에 따른 수요 둔화와 iPhone 5에 대한 기대감의 반영이었다. 특히, 지난 2분기 실적 발표시 애플은 iPhone 5 출시 지연으로 기존 제품의 판매 하락 및 단가 인하에 따라, 3분기 매출 및 영업 이익이 전분기 대비 30% 수준의 감소가 나타날 것으로 확인하였음에도, iPhone 5가 출시되면 매출 및 수익성이 회복될 것이라는 기대감이 반영되어 오히려 상승하였다. Valuation 부담이 확대된 것이다.

이제 iPhone 5가 출시되었다. 기존 iPhone 4S의 플랫폼인 iOS 6와 동일한 디자인에 0.6인치 확대된 디스플레이를 보유하고 있다. 향후 애플의 주가 방향성은 iPhone 5의 4분기 및 2013.1분기 판매대수에 따라 결정될 것이다.

4분기 전 세계 애널리스트들이 추정하고 있는 5천만대 판매가 달성되지 않는다면, 향후 애플이 선택할 수 있는 유일한 선택은 가격 경쟁뿐이다. 신제품 출시 Cycle이 스티브 잡스 생존 시기의 1년에서 1년6개월~2년으로 확대된 현재, iPhone 5를 대체할 iPhone 6 출시는 불가능 하다고 판단하기 때문이다.

그림 6. iPhone 판매대수와 Apple 주가 - iPhone 5에 대한 기대감이 Fundamental과의 괴리 유발



자료: 블룸버그, 애플, 하나대투증권

당사는 이러한 관점에서 현재 iPhone 5 판매가 기대에 미치지 못해서 삼성전자가 계속 성장할 것이라는 논리가 적절하지 못한 것으로 판단한다. 애플의 선택이 분명한 현재, iPhone 5가 잘 팔려서 스마트폰의 고가 시장이 존속해야 한다. 그래야, 제조 경쟁력이 우수한 국내 휴대폰 업체들의 고가 시장 공략 전술이 유지될 수 있는 것이다. 만약 가격 경쟁이 본격화된다면, 스마트폰 산업 및 모든 휴대폰 업체들의 수익성 악화는 불가피하기 때문이다.

2

PC 보급률과 IT 업체
주가
- 보급률 40~50%에
주가 고점

PC 보급률과 IBM, MicroSoft - 보급률 50% 전후 주가 고점 확인

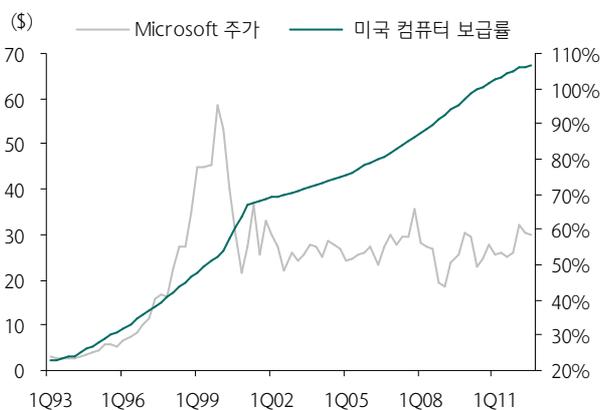
이제 RCA와 애플의 논의를 IT 산업의 주요 기기의 보급률과 그 핵심 업체의 주가 간의 관계로 확대해보자. 우선 논의 대상은 1990~2000년 사이의 핵심 산업이었던 PC로 옮긴다. PC 시장의 보급률 및 PC 시장의 주요 업체인 IBM, MicroSoft(MS)의 주가 흐름과 비교를 통해 상기한 RCA의 주가 흐름과 유사한지 파악해보자. IBM 및 MS를 비교 대상으로 선택한 이유는 PC 시장의 확대 시기에 각각 하드웨어(IBM) 및 소프트웨어(MS) 대표 업체이기 때문이다. RCA와의 비교 및 전 세계 PC 시장의 보급률 추정이 어려워 미국의 PC 보급률을 기준으로 사용한다.

당사 분석 결과 앞서 확인한 라디오 보급률과 RCA 주가 관계와 유사한 흐름을 PC 보급률 및 IBM, MS 주가에서 확인할 수 있었다. PC 시장이 과거 라디오 시장과 달리 글로벌 시장으로 확대되었음에도 불구하고 미국 시장 기준 50%의 보급률 도달 시점에서 주가의 고점이 형성되었음을 확인하였다.

그림 6, 7에서 확인할 수 있는 바와 같이 양 사 모두 PC 시장의 보급률이 50%를 초과하기 시작한 1999년에 주가 고점이 나타난 것으로 확인되었다. 주지하다시피 1999년은 2000년 Y2K 우려로 인해 대규모의 PC 교체 수요가 발생하며, PC 보급률의 급증이 나타났던 시기였다. 당시 MS는 윈도우 98 이후 윈도우 2000 출시를 이미 예정한 상황이었다. 따라서, 윈도우 2000 출시로 인한 PC 수요의 재 도약에 대한 기대감이 주가에 반영되었다.

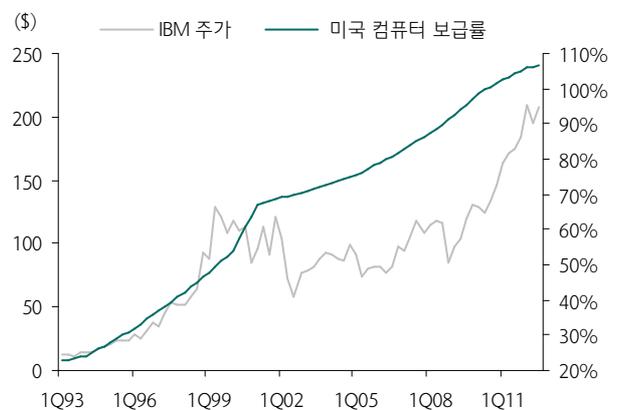
하지만, 2000년 세계 경기 불황 및 PC 시장 중심의 IT 과잉 재고에 따른 재고 조정이 진행되며, PC 시장의 성장은 급락하였다. 1999년 이미 PC 보급률이 50%를 초과한 상황에서 현재와 스마트폰 시장과 같은 플랫폼 변화에 따른 신규 수요 창출 기대감이 펀더멘탈과의 괴리를 확대시켰기 때문이다. 주지하다시피 PC 과잉 재고 조정을 위해 3년의 시간이 소요되었으며, IT 버블 붕괴에 따라 전체 주식 시장의 주가 하락이 진행되었다.

그림 7. PC 보급률과 MS 주가 추이 - 주가 고점 보급률 52.5%



자료: 블룸버그, IDC, 하나대투증권

그림 8. PC 보급률과 IBM 주가 추이 - 주가 고점 보급률 49.3%



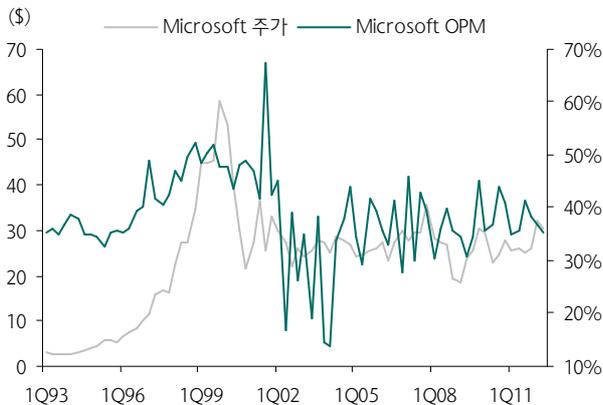
자료: 블룸버그, IDC, 하나대투증권

하지만, RCA와 같은 극단적인 주가 하락이 나타나지 않았다. 이는 1) 대공황과 같은 극단적인 수요 감소의 현상이 없었으며, 2) IT(PC) 수요가 글로벌로 확대되어 미국의 보급률 고점과 글로벌 PC 시장의 확산이 연결되어 나타났기 때문이다. 즉, 2000년 이후 한국, 중국 등 신흥 개발국의 PC 수요 확산이 나타나며, 미국 시장의 PC 가격 하락 및 수요 감소를 상쇄하였기 때문이다.

또, 한가지 주목할 것은 MS는 PC 시장 성장의 고점 도달 이후 현재까지 13년 간의 주가 회복을 나타내고 있지만, IBM은 11년간의 주가 회복 끝에 2011년 이후 재상승하고 있다. 이는 주지하다시피 IBM이 기존의 PC 및 서버 등의 하드웨어 사업을 포기하고 IT 서비스업체로 성공적으로 전환하였기 때문이다. 결국 RCA나 MS와 같이 새로운 혁신에 대응하지 못한 업체들은 최선이 현재의 시장 지위 유지와 주가 회복 수준이며, 최악의 경우 RCA와 같이 소멸할 수 있다. 이미 휴대폰 시장의 구조조정 과정을 통해 알고 있는 바다.

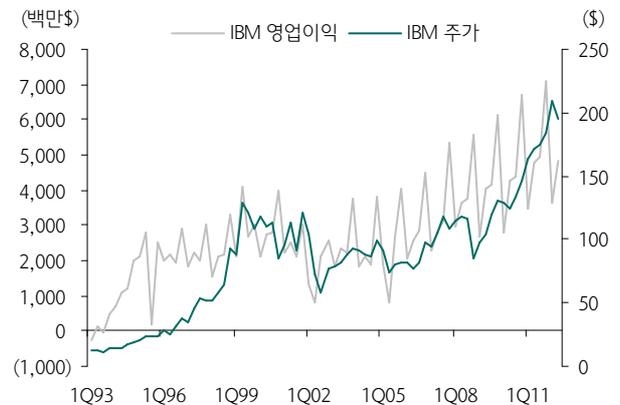
따라서, **향후 애플 및 삼성전자 스마트폰 보급률 성숙에 따라 판매대수 성장률 정점 도달이 2012년 이루어진다면, 향후 주가가 재상승 발판을 만들기 위해선 새로운 도약을 위한 혁신이 나타나야 한다.** 당사가 IT 산업에 대해 Neutral 의견을 제시하는 핵심 논리이다.

그림 9. MS 주가와 분기 영업이익률 추이 - 보급률 고점에서 이익 고점



자료: 블룸버그, 하나대투증권

그림 10. IBM 주가와 분기 영업이익 추이 - 보급률 고점이 이익 고점



자료: 블룸버그, 하나대투증권

3

휴대폰 시장 -
노키아의 反面教師

노키아의 反面教師 - 새로운 혁신이 주가 재상승의 발판

이제 논의의 대상을 현재 IT 산업의 핵심인 휴대폰 시장으로 돌려보자. 이번 장에서는 스마트폰 이전의 휴대폰 산업의 보급률과 노키아의 펀더멘탈의 변화, 그리고 주가와와의 상관관계를 분석해 보고자 한다. 2G~3G 시대의 절대 강자였던 노키아의 휴대폰 보급률과 펀더멘탈 변화를 통해 앞서 언급한 내용이 휴대폰 시장에 적용될 수 있는지 확인해야 하기 때문이다.

당사 분석 결과 휴대폰 산업 역시 보급률 50% 전후로 주가의 고점이 확인되었다. 하지만, 앞서 라디오 및 PC의 상황과 다른 것은 1) 1990년 후반 미국 휴대폰 보급률 40% 근접과 IT 버블에 따른 1차 주가 급등이 이루어진 후, 버블 붕괴 및 보급률 포화에 따라 약 5년간의 주가 조정이 진행되었으며, 2) 글로벌 휴대폰 보급률 확대에 따라 재상승하여 글로벌 휴대폰 보급률이 50%에 도달하였던 2007년 다시 2차 고점을 기록하였다.

결국 스마트폰의 가장 유사한 시장인 휴대폰 시장 역시 보급률 50% 전후한 시점에서 주가 고점이 확인되었다.

그림 11. Nokia 주가(단위:\$)의 History - 보급률 상승에 따른 M/S 상승이 주가 상승(26.5배) 핵심

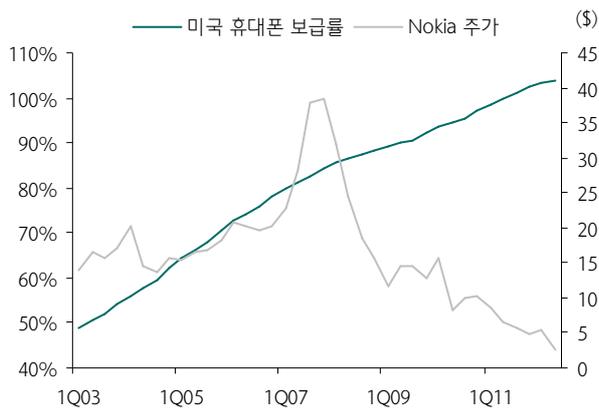


자료: 블룸버그, 하나대투증권

그림 10에서 보는 바와 같이 노키아의 주가는 정보통신 관련주(통신 사업자, 휴대폰 업체)의 주가 고점인 1999년 1차 고점을 기록하였다. 이 때, 미국 시장내 휴대폰 보급률이 34%를 기록하였지만, 미국 시장의 대부분이 모토로라가 장악하고 있어 노키아의 미국 시장내 M/S는 미미한 수준이었다. 비록 노키아가 1990년 이후 글로벌 휴대폰 M/S 30%로 1위를 유지하였으나, CDMA 중심의 미국 시장내에서 10% 미만의 M/S를 유지하였음을 감안할 때, 동 기간의 주가 상승은 1) IT 버블의 영향 및 2) 유럽 GSM 시장의 성장 기대감의 반영이었던 것으로 분석된다.

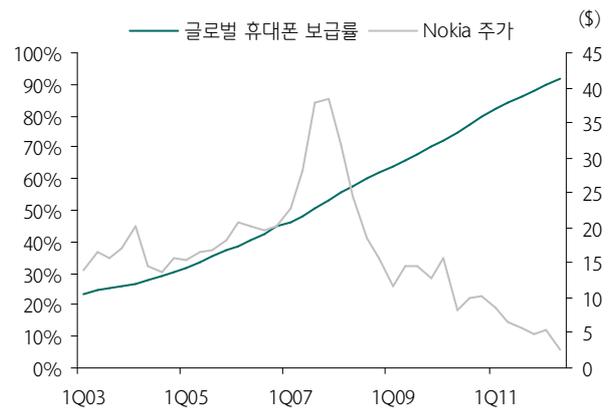
따라서, 노키아의 지역별 휴대폰 M/S 고려시 노키아 주가의 실질적인 고점은 휴대폰 보급률이 53%에 도달하였던 2007년으로 분석할 수 있다. 정상적인 펀더멘탈을 반영하였다면 1994년 \$1.5에서 보급률 정점인 2007년 \$38.9까지 약 26.5배 주가 상승 후 하락 Cycle에 진입하였을 것으로 가정할 수 있다. 결국 2007년 휴대폰 시장의 보급률 50% 도달 이후 IT 업체들과 유사하게 정상적인 주가 하락 Cycle이 시작되었으나, 애플의 iPhone에 의한 새로운 Cycle 시작이 노키아 주가 하락을 확대시킨 것으로 판단된다.

그림 12. CDMA 중심의 미국 시장내 노키아 비중이 낮아, 설명력 미미



자료: SA, IDC, 하나대투증권

그림 13. 글로벌 휴대폰 보급률 43~53% 노키아 주가 고점 확인



자료: SA, IDC, 하나대투증권

노키아의 주가 변동은 과거 Cycle의 선두 업체가 다음 Cycle에 대한 대응력 부재시, 나타나는 경쟁력 약화 과정을 잘 보여주고 있다. 주지하다시피 노키아는 무선 통신의 시작 시기인 1980년대 미국의 모토롤라, 유럽의 에릭슨에 뒤진 3위 업체로 시장 진입하였다. 무선 통신의 디지털 전환기인 1990년대에 디지털 무선 통신 기술력을 바탕으로 유럽 통신 장비 시장을 장악한 후, 유럽 GSM 시장을 석권하였다.

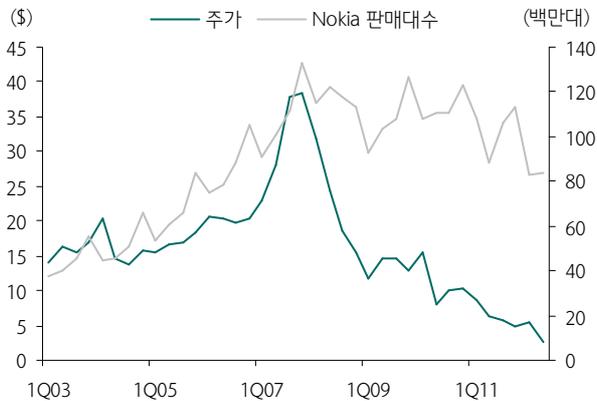
하지만, 디지털 전환 후 2004년까지 IT 기기 컨버전스 및 디자인 차별화에 대응하지 못하였다. 한국 업체에게 M/S를 상실하여 M/S가 28%까지 하락하자 가격 인하를 통해, 휴대폰 시장의 원가 경쟁 시장으로의 전환을 도모하였다. 2004년 이후 휴대폰 시장은 선진국 시장의 보급률 포화에 따라 고가 시장이 위축되고, 중국 및 인도 등 신흥 시장 중심의 중저가 시장이 확대되었기 때문에 노키아의 전략이 성공할 시장 여건이 마련되었다. 가격 경쟁 전략의 성공으로 노키아는 2007년 M/S를 41%까지 확대시키며, 피쳐폰 시장을 장악하였다.

가격 인하 전략의 성공은 노키아가 연구 개발을 통한 새로운 혁신보다 원가 경쟁을 통한 M/S 경쟁에 치중하게 하는 최악의 선택이 되었다. 기술 혁신이 반복되는 IT 산업의 특성을 고려할 때, 단기 성공을 위해 기업의 미래를 포기하는 선택이 이루어졌다는 판단이다.

애플의 iPhone2가 출시된 2007.6월 이후, 휴대폰 시장은 빠르게 플랫폼 시장으로 전환되었다. 고가 시장을 스마트폰이 장악하게 되면서 피쳐폰의 가격이 빠르게 하락하였으며, 초저가 시장은 중국 및 인도의 로컬 브랜드의 시장 진입에 따라 노키아는 판매대수의 유지에도 불구하고, M/S의 가파른 하락과 이에 따른 영업 이익률 하락 및 주가 하락이 수반되었다(그림 13~16 참조).

스마트폰의 본격적인 성장이 AppStore가 출시된 2008년 3분기 이후였다. 노키아의 M/S가 2008년 4분기까지 유지(그림 14)되었음을 감안할 때, 노키아의 2007년~2008년의 이익 및 주가 하락은 IT 기기 보급률 성숙에 따른 이익 감소와 그에 따른 주가 하락 과정을 설명하고 있다고 판단한다.

그림 14. 주가 고점 이후 노키아 판매대수는 유지되었으나,



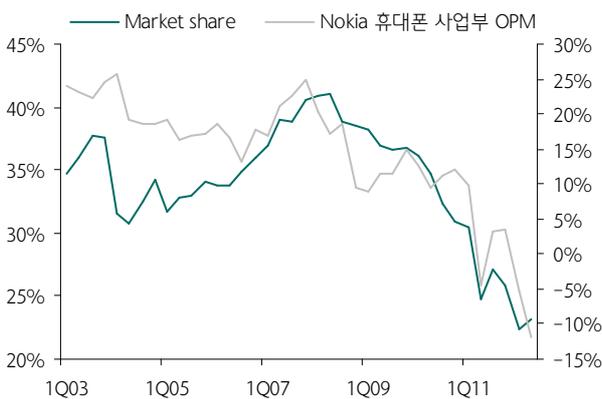
자료: SA, IDC, 하나대투증권

그림 15. 스마트폰 시장 위주의 성장으로 주가 및 M/S 하락



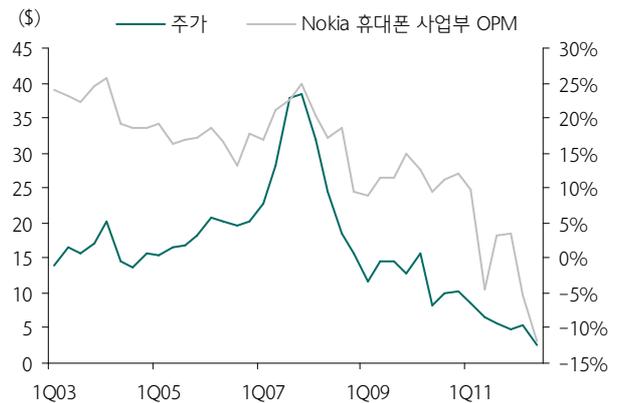
자료: SA, IDC, 하나대투증권

그림 16. 중저가 대량판매 위주 전략의 실패로 M/S 상실하며,



자료: SA, IDC, 하나대투증권

그림 17. 스마트폰의 확대에 따른 피쳐폰의 가격인하가 마진 영향



자료: SA, IDC, 하나대투증권

휴대폰 보급율과 노키아의 M/S 및 주가 변동의 상관 관계를 통해 얻을 수 있는 Insight는 다음과 같다.

- 1) 휴대폰 시장 역시 기타의 IT 제품과 유사하게 보급률 40% 초과 시기에 이후 시장의 성장 속도는 둔화되며, 보급률 50% 도달 이후 기존 시장의 성장 둔화에 따라 선발 업체의 수익성 및 주가 하락이 수반된다.
- 2) 대부분의 IT 기기는 새로운 혁신 제품에 의해 대체되며 소멸되는데, 보급률 40% 도달 시점에서 ① 시장은 하드웨어 제조 경쟁력 및 원가 경쟁력 시장으로 빠르게 이전하며, ② IT 기기는 신기술 개발에 따른 대체재 탄생을 대비해야 한다는 것이다.

노키아는 보급률 성숙 시장 진입에 대해서 원가 경쟁력 유지에는 탁월한 전략을 구사하였으나, 새로운 대체 IT 기술 출현에 대해 간과하였다. 자체 플랫폼인 심비안의 실패는 플랫폼부터 소프트웨어까지 자체 제작하려 하였던 PC 시장에서의 애플 전략과 유사하였다. PC 시장의 실패를 반면교사한 애플의 새로운 콘텐츠 비즈니스 모델에 대응하지 못한 결과, 현재의 노키아 위상이 현실화 되고 있음은 투자자들이 주지하는 바이다.

90년대 세계 최고 PC 하드웨어 업체였던 IBM이 PC 보급률 40% 도달 이후 구조조정을 통해, PC 사업부를 중국 레노버에 매각한 후 서비스 업체로 전환하여 현재의 수익성 및 새로운 주가 도약을 이루었음을 감안한다면, 노키아의 선택 실패는 성숙 시장으로 진입하는 시점이 IT 업체에게 가장 중요한 시점임을 확인시켜주고 있다.

4

보급률 40%의
Insight**보급률 40% 도달은 하드웨어 경쟁 시장 / 새로운 혁신의 준비 시점을 의미**

지금까지 다양한, 당시에는 새로운 혁신 기기의 탄생이었던 IT 기기의 보급률과 그 선발 업체들의 수익성 및 주가의 상관 관계를 확인하였다. 가전, PC 및 휴대폰 모두 보급률 40% 도달 이후 시장의 변화에 대해 적절하게 대응하는 최선의 경우 주가는 횡보하였고, 그렇지 못한 경우 주가는 급락하였다.

적절하게 대응한 최선의 경우가 주가 횡보 수준에 머무른 것은 보급률 40% 도달 전 후, 앞서 언급한 바와 같이 성장률 급등에 따른 과도한 기대감이 주가에 반영되기 때문이다. 즉, 산업의 'S' Cycle 상 보급률 10% 도달시까지 고가 시장 중심의 저성장이 지속되다가, 보급률 10~40% 사이에 가장 빠른 시장 성장을 나타내게 된다. 따라서, 그 시점의 투자자들은 보급률 30~40% 시기의 성장률을 향후 지속될 것으로 가정하는 경우가 대부분이라는 것이다. IT 보급률 40% 이후 지속적인 구조조정을 통해 새로운 환경에 적절히 적응한 IBM 주가가 11년간 횡보하였음을 투자자들은 인식할 필요가 있다.

IT에 투자하고자 하는 투자자들은 보급률 40% 도달 시점에서 적절한 선택을 취해야 한다. IT 보급률 40%의 Insight는 다음과 같다.

- 1) 보급률 40% 도달 이후 IT 하드웨어 시장은 하드웨어 제조 경쟁력 및 원가 경쟁 시장으로 빠르게 이전한다. 스마트폰 보급률이 30%를 초과한 현재 상황에서 삼성전자가 애플을 제치고 스마트폰 1위 업체로 등극하게 된 기반이다.
- 2) 새로운 기술의 개발과 그에 따른 대체재 출현 가능성에 대비해야 한다. 앞서 살펴본 IT 하드웨어 시장은 대부분 보급률 40% 도달 이후 원가 경쟁에 따른 수익성 하락으로 장기간 마진 및 주가의 횡보가 나타나며, 새로운 대체재 출현시 이에 대한 대응이 가능한 업체와 그렇지 못한 업체의 극적인 격차를 수반한다. 삼성전자와 노키아의 스마트폰 시장 대응이 이를 잘 설명한다.

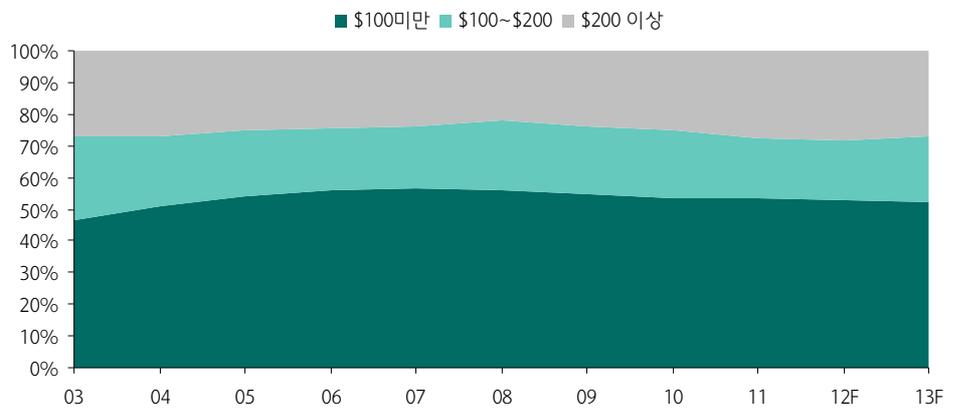
PC의 대체재가 스마트폰을 포함한 태블릿 등 스마트 기기라 보면 1999년 보급률 40% 초과 이후, 대체재 출현까지 18년 소요되었다. 반면, 라디오는 1929년 보급률 40% 초과 후 대체재 TV 출현까지 6년, 휴대폰은 2007년 보급률 40% 초과 후 스마트폰 출현까지 18개월이 소요되었다. IT 기기의 특성상 제품 수명의 차이가 존재하겠지만, 기술 개발 속도 가속화에 따라 대체재 출현 가능성이 확대되고 있다고 전망한다.

왜 40% 인가? - IT 시장의 가격 구조 때문

왜 보급률 40% 전후한 시점에서 IT 하드웨어 시장의 변화가 발생하는가? 당사 분석 결과 보급률 40% 이후 시장의 변화가 발생하는 이유는 IT 하드웨어 시장의 가격 구조 때문이다.

즉, IT 하드웨어 시장은 고가 30%, 중가 30%, 저가 40%의 시장 구조를 이루고 있는데, 보급률 40%라는 것은 고가 시장의 교체 수요가 종료되며 중저가 시장으로 소비가 확산되는 시점이라는 것이다. 고가 시장의 교체 수요 시기에는 고마진의 고사양 제품 판매가 이루어져 선발 업체들의 수익성이 판매 대수 증가에 따라 동반 성장을 나타내지만, 중저가 시장으로의 확대는 가격 인하를 전제하기 때문에 판매 대수의 증가와 수익성의 개선이 병행하지 않는다. 따라서, 보급률 확산과 판매대수 증가에도 불구하고 영업 이익의 증가나 수익성의 개선이 나타나지 않는다.

그림 18. 전체 휴대폰 시장의 가격대별 비중 - 중고가 시장 비중이 40~50% 수준

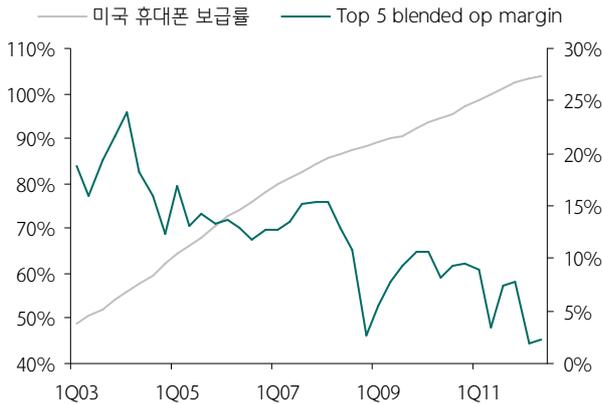


자료: SA, 하나대투증권

보급률 40% 도달 이후 추가 보급률 확대를 위해선 가격 인하가 핵심이다. 중저가 시장 수요자들의 교체 수요를 유발할 수 있는 수준의 가격 인하가 선행되어야 하기 때문이다. 따라서, 향후 보급률 확산 속도 및 업체들의 수익 유지 여부는 제품의 원가 인하 속도 및 이에 따른 가격 하락 속도에 의해 결정된다. RCA와 같이 라디오 원가 인하가 어려웠던 시기에는 보급률 40% 도달 이후 생산 및 수익성이 같이 감소하는 반면, 원가 인하와 이에 따른 가격 인하로 보급률 성장이 지속된 PC 시장에서는 IBM의 매출 및 수익성이 유지된 바 있다.

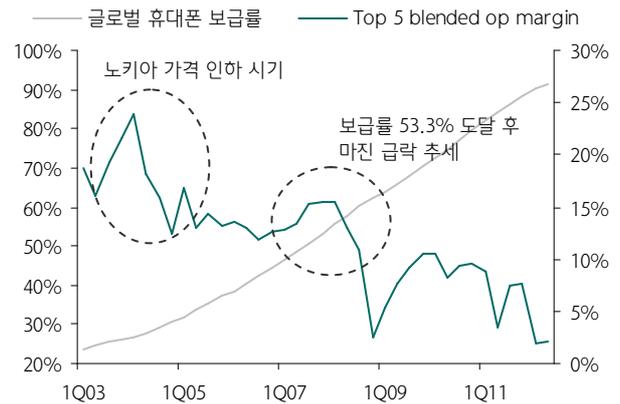
앞서 언급한 바와 같이 가격 인하를 수반한 보급률의 성장이 수익성의 개선을 담보하지 않는다. PC 시장의 보급률 성장 지속과 판매 대수가 증가하였음에도 불구하고 IBM 및 MS의 영업이익의 증가가 없었다는 것(그림8~9), 휴대폰 보급률 증가 및 판매대수 증가에도 불구하고 Top5 업체(애플 제외)의 평균 영업이익률이 악화되고 있음이 이를 설명한다 하겠다(그림 18~19).

그림 19. 휴대폰 보급률의 지속적인 상승과 판매대수 증가에도



자료: SA, IDC, 하나대투증권

그림 20. Top 5 업체들의 평균 영업이익률은 하락중



자료: SA, IDC, 하나대투증권

따라서, 중국 인도 등 신흥 시장으로의 스마트폰 시장 확산이 스마트폰 업체들의 실적 개선에 기여할 것이란 시장의 논리는 잘못된 것으로 판단한다. 즉, 중국 인도 등 저가 시장으로의 보급률 확산을 위해선 상당 수준의 가격 인하가 수반되어야 한다. 2007년 이후 스마트폰이 확산되기 시작한 2008년까지 휴대폰 업체들의 수익성이 동반하락 한 것이 이를 증명한다. 당시는 스마트폰 시장의 전체 수익성은 1) 최선의 경우 현재 수준을 유지하거나, 2) 가격 인하에 따라 악화될 가능성이 높은 것으로 판단한다. 만약 스마트폰 제조 업체가 원가 경쟁력을 확보하고 있어 가격 인하에도 불구하고 수익성 유지가 가능하다면, 판매대수 증가에 따른 이익 증가는 가능할 것으로 판단한다.

하지만, 주가는 또 다른 문제이다. 수익성의 개선이 정체될 경우 주식 시장에서 부여하는 Valuation의 약화가 불가피하다. 즉, 보급률 40% 전후 시점의 valuation이 이후 지속될 가능성이 상당히 낮다는 것이다. 지금까지 보급률 증가에도 불구하고 선발 업체들의 주가가 10년 이상 장기 횡보하거나 급락하였음이 이를 잘 증명한다 하겠다.

삼성전자 주가는 왜 지속 상승하였을까? 삼성전자는 전체 4개에 걸친 사업부문이 각각 1970~1980년대 가전사업부, 1990~2000년대 반도체 및 디스플레이, 2000년 이후 휴대폰 사업부로 지속적인 혁신을 진행하였기 때문이다. PC 시장 정체 후 반도체 부문 수익성, TV 시장 정체 후 디스플레이 부문 수익성, 가전 보급률 정점 이후 가전 부문의 수익성이 이를 증명한다 하겠다. 따라서, 최근 10년 간의 성장 동력이었던 휴대폰 사업부의 성장 종료 후 새로운 주가 및 수익성 도약을 위해선 새로운 혁신이 필요한 시점이다.

5

스마트폰 시장 보급률
40% 진입 시작

스마트폰 보급률 40% 근접 - 'Profit taking' 전략이 필요한 시기

당사는 지난 9월3일 'Profit Taking' 리포트를 통해 스마트폰 보급률이 선진국 기준 50%에 근접하였으며, 이에 따라 국내 IT 산업 성장의 핵심이었던 휴대폰 부분의 수익성이 고점에 도달할 가능성이 있음을 분석하였다.

당사는 3분기까지의 휴대폰 및 스마트폰 시장 분석을 통해 다음과 같은 스마트폰 성숙 시장 진입에 따른 성장률 둔화 신호들이 포착되고 있다고 판단한다. 이는

- 1) 스마트폰은 그 동안 보급률 확산에 따라 휴대폰 시장의 1분기 계절성이 나타나지 않았으나, 2012년 1분기 QoQ -5.9%의 계절성이 확인되었다. 스마트폰 역시 휴대폰의 계절성이 나타나기 시작했다고 판단한다.

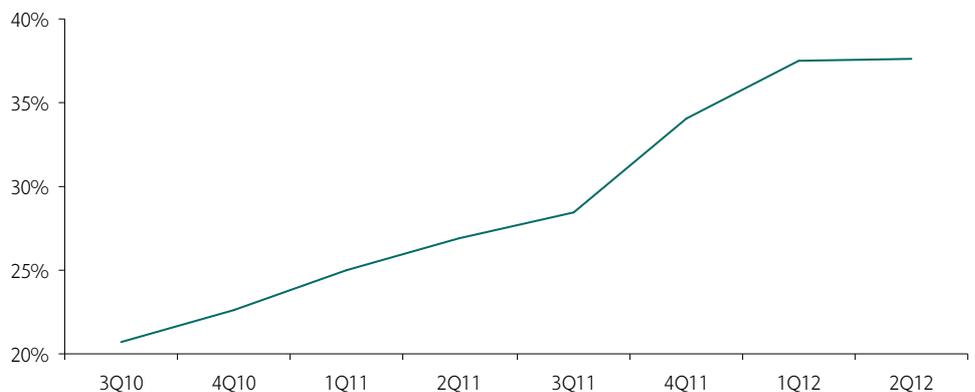
그림 21. 분기별 전체 스마트폰 시장 규모 2012년 1분기 -5.9% 기록, 스마트폰의 계절성 시작

UNIT SHIPMENTS (000)	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Samsung	7,296	9,627	11,470	18,439	28,139	36,195	43,075	48,199
Apple	14,136	16,238	18,629	20,397	17,072	37,040	35,105	26,002
Nokia	26,500	28,075	24,219	16,689	16,845	19,587	11,901	10,245
HTC	5,893	8,741	9,026	11,588	12,713	10,244	6,816	9,107
Research In Motion	12,397	14,563	13,775	12,482	11,847	12,987	9,695	7,381
Sony	3,776	4,570	3,932	4,643	6,207	6,260	5,490	6,775
Huawei	197	1,445	2,847	2,758	5,815	5,646	5,141	6,562
ZTE	650	1,013	1,230	2,024	4,075	6,439	6,146	6,166
LG	1,625	4,493	4,946	6,203	4,586	5,684	4,942	5,723
Lenovo	112	259	73	170	460	2,993	2,520	4,919
Others	10,240	13,023	11,512	12,883	15,921	17,665	20,435	20,876
Total	82,821	102,047	101,660	108,276	123,679	160,739	151,265	151,953

자료: IDC, 하나대투증권

- 2) 피쳐폰과 스마트폰의 가격 이격에 따라 스마트폰 시장의 성장 및 분기 휴대폰 판매량 중 스마트폰의 비중이 정체되기 시작하였다. 추가 스마트폰 시장의 확산을 위해선 가격 인하 선행되어야 한다는 신호이다.

그림 22. 전체 휴대폰 시장중 스마트폰 시장 비중 정체 시작 - 보급률 확산을 위한 가격 인하 필요 의미



자료: 하나대투증권

그림 23. 지역별, 국가별 스마트폰 보급율 - 선진국 시장 보급률 정점이 스마트폰 성장 둔화 요인

Smartphone User Penetration	2010	2011	2012	2013	2014
W Europe	27.0%	41.5%	51.3%	60.0%	67.3%
C/E Europe	8.7%	13.3%	18.5%	24.4%	30.5%
Middle East & Africa	6.0%	7.9%	9.3%	10.9%	12.7%
N America	33.3%	49.1%	63.3%	73.6%	80.1%
C/L America	6.9%	10.5%	15.0%	19.9%	25.0%
Asia-Pacific	10.0%	14.2%	18.9%	23.7%	28.3%
Worldwide	12.0%	17.2%	22.2%	26.9%	31.2%
France	0.0%	42.8%	53.6%	63.1%	71.0%
Germany	0.0%	38.9%	49.1%	58.4%	66.3%
Italy	0.0%	36.8%	48.4%	58.9%	67.4%
Netherlands	0.0%	39.8%	49.6%	58.4%	65.9%
Spain	0.0%	33.2%	42.5%	51.3%	59.0%
Sweden	0.0%	62.0%	72.0%	79.0%	83.7%
UK	0.0%	61.2%	69.6%	76.2%	80.9%
Canada	0.0%	37.8%	47.1%	55.3%	61.6%
USA	0.0%	50.1%	64.9%	75.3%	81.9%
Australia	0.0%	32.2%	39.0%	46.6%	53.9%
China	0.0%	14.5%	20.8%	27.1%	32.8%
India	0.0%	3.5%	5.8%	8.9%	12.8%
Japan	0.0%	59.1%	67.0%	73.1%	77.5%
Singapore	0.0%	42.5%	52.6%	61.0%	67.5%
South Korea	0.0%	42.7%	61.1%	74.4%	83.1%
Taiwan	0.0%	38.2%	49.0%	58.6%	66.2%

자료: SA, 하나대투증권

향후 스마트폰 시장의 경쟁은 수직 계열화된 공급 구조로 국내 업체에게 유리

그렇다면 국내 휴대폰 업체들은 향후 스마트폰 시장 경쟁 구도에서 어떤 역할을 담당하게 될 것인가? 최종적으로 남게 되는 국내 투자자들의 의문이다. 결론적으로 전체 산업의 수익성이 약화된다는 하더라도 국내 업체에게는 나쁘지 않은 환경이 유지될 것으로 추정되며, 이에 따라 수익성 및 주가는 새로운 혁신 시기까지 유지될 수 있을 것으로 판단한다.

당사는 지난 2011.4월 휴대폰 산업 리포트를 통해 스마트폰의 경쟁요소가 플랫폼 기술 경쟁 시기를 종료하고, 빠르게 하드웨어 제조 경쟁을 통한 차별화 시장으로 진입되고 있음을 언급한 바 있다. 또, 기존 휴대폰 시장과 달리 차별화 요소가 부족하기 때문에 빠르게 원가 경쟁 시장으로 이전될 가능성이 높다고 판단하였다.

또, 이번 리포트를 통해 보급률 40% 도달 전후하여, IT 산업이 하드웨어 제조 경쟁 및 원가 경쟁 시장으로 전화되었음을 확인하였다. 삼성전자가 애플을 제치고 스마트폰 시장 1위를 차지한 핵심 사유가 하드웨어 제조 경쟁력에 기반하고 있음은 투자자들이 이미 알고 있는 사항이다.

현재 애플과 진행되고 있는 특허 소송은 당사의 산업 환경 변화에 대한 방증이라고 판단된다. 즉, 기술 혁신의 정점 도달에 따라 추가적인 혁신 제품 출시가 어려워진 상황에서 기존 제품의 특허를 통한 시장 지키기 전략이 구사되고 있다고 판단되어지기 때문이다.

당사는 현재 스마트폰 시장이 1) 디스플레이, 2) ChipSet, 3) 배터리의 핵심 3요소를 중심으로 차별화되고 있으며, 곧 차별화 시장이 종료 후 원가 경쟁 시장으로 이전될 것으로 판단한다. 또, 이러한 경쟁 국면에서는 부품 공급이 수직 계열화 되어 있는 국내 제조업체에게 유리하게 작용할 것으로 판단한다.

당사는 기타 스마트폰 제조사 중에서는 LG전자가, 전체 스마트폰 제조사 중에서는 삼성전자가 가장 유리한 환경에 있다고 판단한다. 이는 1) 국내 공정거래법상 계열사 간의 거래 단가가 시장 가격 대비 10%이내일 경우 이를 허용하고 있어 국내 제조사의 원가 경쟁력이 우수이며, 2) 신제품 출시를 위한 부품 공급에서도 부품의 우선적 공급이 가능한 국내 업체에게 유리하다는 것이다.

한가지 예를 들어 현재의 상황을 설명하고자 한다. 삼성전자를 제외한 기타 스마트폰 제조사들은 대부분 위의 세가지 차별화 요인의 공급 구조가 유사하다. 애플, HTC, LG전자 등 대부분의 휴대폰 제조사들은 LG디스플레이 또는 샤프의 레티나 디스플레이를 채택하고 있으며, LG화학 삼성SDI에서 배터리를, 퀄컴 및 엔비디아 등에서 AP를 채용하고 있다.

삼성전자 및 LG전자는 기존 제품의 부품 공급시 경쟁사보다 유리한 가격에서 구매하기 때문에, 가격 경쟁력을 확보할 수 있다. 또, 삼성전자의 갤럭시 S3, 갤럭시노트 2, LG전자의 옵티머스 뷰와 같이 디스플레이 및 배터리의 차별화가 필요한 제품은 계열사로부터 우선적인 공급 권한을 가지게 된다.

HTC 등 경쟁 업체들이 이 시장에 우선적으로 진입하기 위해선 일본, 대만 등의 별도 공급 라인을 확보해야 하는데, 별도 공급선이 신규 투자를 위한 제품 구매 확정이 어렵기 때문에 출시가 지연될 수 밖에 없다. 예를 들어 각형 고용량 Capa가 없는 일본 파나소닉에서 HTC가 2,400mA를 요구할 경우 신규 투자를 위한 최소 판매 물량 결정과 투자 집행 등 시기적 지연이 불가피하다는 것이다. Life-cycle이 짧은 휴대폰 특성상 시장 진입 자체가 어려울 수 밖에 없다.

당사는 전체 스마트폰 시장이 Peak=Out 한다 하여도 국내업체들은 제조 경쟁력을 바탕으로 시장 지위를 확대할 수 있을 것으로 판단한다. 물론 전체 산업의 수익성 약화가 불가피하기 때문에 현재 삼성전자가 나타내고 있는 수익성의 지속 가능성은 낮다고 판단한다. 하지만, 과거 원가 경쟁 시장에서 노키아를 제외한 대부분의 업체들이 BEP~3% 수준의 영업 이익률을 기록한 시기보다는 우월한 수익성을 유지할 것으로 판단한다.

그림 24. 휴대폰 시장의 Cycle 분석 - 스마트폰 시장은 빠르게 하드웨어 제조 및 원가 경쟁력 시장으로 전환될 것

경쟁 요소 변화	기술 변화	Spec 경쟁	가격 경쟁
핵심 경쟁 요소	기술 대응력	디자인, 제조 경쟁력	원가 구조, 생산 규모
산업 수익성	선발업체 극대화, 후발업체 적자지속	수익성의 하향 평균화	MS 상위업체만 수익, 이외 적자
1차 Cycle	휴대전화 출시(90~92)	휴대폰 소형화(92~94)	아날로그 휴대폰 가격 하락(94~96)
Winner&Loser	모토롤라 독점 시기		W:Nokia L:Motorola, Ericsson
2차 Cycle	Analog → Digital 전환(96~00)	카메라폰, 폴더형 디자인(00~02)	휴대폰 단가 인하(03~05)
Winner&Loser	W:Nokia, Samsung L:Motorola, Ericsson	W: Samsung, LGE L:Nokia, Siemens	W:Nokia L: 모든 업체
3차 Cycle	3G 전환(06~07)	Touch Screen 채택(07~08)	Feature Phone 가격 인하(08~09)
Winner&Loser	W: Samsung, LGE L:Motorola	W:LGE L:Nokia	W:Nokia, 중국 저가 업체 L: 모든 업체
4차 Cycle	앱스토어 출시, 스마트폰 시장 확대(08.7~10)	H/W Spec 경쟁(11~12)	스마트폰 가격 경쟁 돌입(12~ ?)
Winner&Loser	W: Apple, MOT, HTC L: Nokia, LGE, SEMC	W: ?? L: ??	W: ?? L: ??

자료: 하나대투증권

6

기타 Issue

- 보급률 추가 확대?
- 약정기간을 통한 인위적 교체 지속?

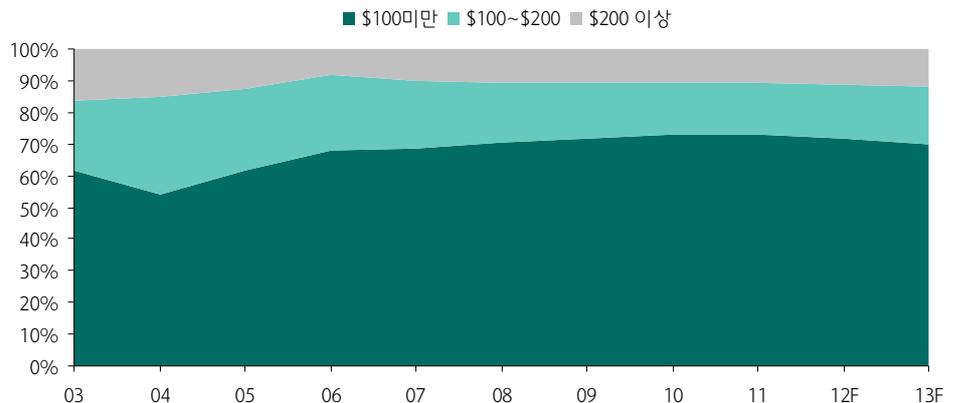
중국, 인도 시장의 보급률 확대가 수익성 개선 유발? 가격 구조상 가능성 낮음

투자자들과 의견을 교환하면 대부분의 투자자들은 다음 두가지 사항에서 스마트폰 시장이 지속적으로 성장할 것이란 기대를 표시한다. 1) 중국 및 인도 등 신흥 시장의 스마트폰 확산에 따라 새로운 수요 확대가 나타날 것이며, 2) 스마트폰은 통신사의 약정 판매를 통해 2년의 교체 주기가 확보되어 있어, 인위적인 교체 수요가 유지된다는 것이다.

당사는 이에 대한 부정적인 견해를 가지고 있다. 즉, 중국 인도 시장의 확대는 중저가 시장으로의 보급률 확대를 의미하기 때문에 수익성 개선을 담보할 수 없으며, 통신사들의 보조금 부담에 따라 약정 기간이 늘어나거나 약정 기간 후 교체된다 하여도 기기의 혁신 없이는 가격의 하락이 전제되어야 한다고 판단하기 때문이다.

우선 중국 및 인도 시장으로의 스마트폰 확산 가능성에 대해 분석해 보자. 먼저 중국 및 인도 시장의 가격대별 규모는 그림 24와 같다. 보는 바와 같이 전체 시장의 60% 이상이 \$100 이하이고, \$200 이하 규모는 90%를 전후하는 극단적인 저가 시장이다. 따라서, 이 시장 확산을 위해선 가격 인하 수준이 기타 지역을 상회하여야 한다고 판단한다. 이러한 가격 인하 수준은 앞서 언급한 바와 같이 수익성을 담보할 수 없다.

그림 25. 중국 인도의 가격대별 휴대폰 시장 비중 - 극단적인 저가 시장 비중 유지



자료: SA, 하나대투증권

또, 중국 및 인도는 아직 전체 인구 중 중국 55%, 인도 30% 수준의 휴대 전화 보급율을 나타내고 있다. 이러한 시장내에서 중국은 2011년 기준 14.5%의 스마트폰 보급이 진행되었다. 이는 결국 휴대전화 보급률이 100%를 초과한 선진국 시장으로 확산할 경우 휴대폰을 쓰는 인구의 30% 수준이 이미 스마트폰으로 이전한 것이며, 이는 글로벌 스마트폰 보급률과 유사한 규모이다. 따라서, 중국 시장의 보급률 증가가 극단적인 시장 개선 효과를 가져올 가능성은 극히 낮다고 판단한다.

삼성전자의 2분기 스마트폰 판매 지역별 비중은 미국 20%, 유럽 35%, 아시아 20%, 중국 15%, 기타 10%로 구성되었다. 당사는 1) 중국 고가 시장의 비중이 이미 실적에 반영되어 있으며, 2) 스마트폰 수익의 대부분이 미국 유럽 아시아 선진국 등에서 발생하고 있음을 감안할 때 중국의 시장 확산과 스마트폰 업체들의 수익성 확산 기대는 그 가능성이 낮다고 판단한다.

앞서 보급률 40% 도달시에 나타났던 주식 시장의 과도한 기대감의 반영이라고 판단한다.

통신사 약정 기간을 통한 인위적인 스마트폰 수요 유지?

휴대폰 시장은 소비자가 유통 시장에서 제조사 제품을 직접 선택하는 것이 아니라 통신사가 제조사를 통해 구매한 제품을 1) 약정 기간 사용을 담보하여, 2) 보조금의 적용된 가격으로 구매하게 된다. 따라서, 일반 시장과 달리 수요와 공급의 균형이 변형되어 나타난다.

주식 시장의 투자자들은 이러한 약정 기간으로 인해 인위적인 고가 스마트폰 시장의 교체가 나타나고 이에 따라 스마트폰 업체들의 실적이 지속적으로 개선될 가능성을 기대하고 있다.

당사는 1) 통신사들의 스마트폰 보조금의 부담에 따라 보조금을 낮추기 위한 약정 기간 확대나 2nd-tier 업체 지원, 2) PC를 통해 플랫폼이나 하드웨어의 혁신이 종료된 후 소비자들의 교체 욕구 상실에 따라 교체 주기가 지연됐음을 감안하여, 그 가능성이 낮다고 판단한다. 또, 투자자들의 의견대로 인위적인 교체 수요가 발생한다 하더라도, 이는 이미 스마트폰 업체들의 과거 실적에 반영되어 있기 때문에 실적 및 수익성의 성장이 아닌 유지의 발판이며, 이 경우 실적 개선이 없기 때문에 주가 상승은 없다고 판단하고 있다.

당사는 PC 시장의 교체 주기 및 수요의 변화가 이를 증명하고 있다고 판단한다. 과거 PC 시장은 플랫폼(윈도우 Upgrade) 및 하드웨어(CPU성능, 저장용량, 그래픽 성능 등) 성능 개선에 의해 고가 시장 위주의 교체 수요로 성장하였다. 앞서 IBM, MS 주가 분석에서 확인하였던 것처럼 1999년 Y2K과 윈도우 2000에 대한 기대감으로 PC 시장이 최대 성장을 기록하였다. 이 때 고가인 PC 가격의 부담과 인터넷 확산을 통한 수익 창출을 기대하였던 유선 통신사들의 욕구가 결합하여 인터넷PC를 탄생시켰다. 현재의 휴대폰과 마찬가지로 약정기간 동안 유선 통신을 이용하면 보조금을 주어 PC를 저가에 구매하도록 한 것이다.

이러한 인터넷 PC는 1) PC 가격 인하에 따라 보조금의 필요성이 감소하였고, 2) 윈도우 2000 이후 혁신의 부진에 따라 소비자들의 교체 욕구가 축소되며 사라지게 되었다. 결국 스마트폰 시장 역시 1) 스마트폰의 가격 인하 속도와 2) 스마트폰의 혁신이 유지되지 않을 경우 인위적인 약정 기간에 따른 교체 주기는 지속적으로 확대될 것으로 판단한다.

종목 분석

삼성전자 (005930)	▶ 25
삼성테크윈 (012450)	▶ 29

삼성전자(005930) | BUY

목표주가(12M): 1,500,000원
현재주가(10월12일): 1,296,000원

Key Data

KOSPI 지수(pt)	1,933.26	
52주최고/최저(원)	1,410,000/883,000	
시가총액(십억원)	190,899.9	
시가총액비중(%)	17.13	
발행주식수(천주)	147,299.3	
60일 평균거래량(천주)	350.1	
60일 평균거래대금(십억원)	445.1	
11년 배당금(원)	5,500	
12년 배당금(예상.원)	5,500	
외국인 지분율(%)	50.64	
주가상승률	1M	6M 12M
절대	0.2	1.8 44.3
상대	1.0	4.5 37.5

Consensus Data

	2012	2013
매출액(십억원)	198,705.0	219,860.4
영업이익(십억원)	27,865.0	32,083.4
순이익(십억원)	22,560.5	26,295.4
EPS(원)	132,606	154,558
BPS(원)	794,553	962,080

Stock Price



Analyst 전성훈
☎ 02-3771-7566
✉ sh.chun@hanafn.com

Analyst 남대중
☎ 02-3771-7775
✉ djnam@hanafn.com

절대적인 제조 경쟁력을 바탕으로 새로운 혁신 준비

하드웨어 제조 경쟁력을 바탕으로 스마트폰의 절대적인 지위 구축

삼성전자의 12.3분기 실적은 스마트폰 시장 내에서 삼성전자의 절대적인 위상을 증명하였다. 경쟁사인 애플의 신제품 출시 지연에 따라 3분기 스마트폰 시장내 M/S는 35%를 상회하는 것으로 추정된다. 특히, 안드로이드 내 시장 비중은 50%를 초과한 것으로 예상된다. 스마트폰 시장의 핵심 경쟁 요소가 하드웨어 제조 경쟁력으로 이전한 상황에서 동사의 독주는 당연한 결과이다.

하지만, 3분기 실적 기준 휴대폰 사업 부문의 이익 기여도가 67.9%에 달하고 있어, 스마트폰 보급률 40%에 근접한 현 상황에서 Risk 또한 확대된 것으로 판단한다. 경쟁 업체 대비 우월한 제조 경쟁력과 원가 경쟁력을 보유하고 있기 때문에, 향후 휴대폰 시장의 원가 경쟁 시장 전환시에도 시장 지위 및 수익성 유지가 가능할 것으로 판단하나, 추가적인 상승을 위해선 새로운 혁신을 위한 준비 과정이 필요한 시점이다.

4분기 단기적인 수익 모멘텀보다 제조 경쟁력에 주목

4분기 IT 시장의 성수기 진입에 따라 전부문의 매출 증가 전망되나, NAND 가격 반등에 따른 반도체 부문의 실적 개선과 TV 성수기 진입 및 AMOLED 매출 증가에 따른 DS(부품)부문의 수익 개선에도 불구하고, DMC부문(세트, IM/CE)의 마케팅 비용 증가에 따라 수익성 약화될 것으로 추정한다. 하지만, 단기적인 수익 모멘텀 부재보다 강력한 하드웨어 제조 경쟁력을 바탕으로 각 시장별 독과점적 지위 구축에 초점을 맞추어야 한다. 이러한 시장 지위는 향후 시장의 성장 전환시 동사의 수익성 개선을 담보하기 때문이다. 목표주가 150만원, 투자의견 BUY를 제시한다.

Financial Data

투자지표	단위	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	십억원	154,630.3	165,001.8	201,611.6	218,725.2	229,661.5
영업이익	십억원	17,296.5	16,249.7	27,954.7	29,909.6	31,303.8
세전이익	십억원	19,328.7	17,159.0	28,942.4	31,667.5	33,510.0
순이익	십억원	15,799.0	13,359.2	22,521.9	24,642.5	26,076.3
EPS	원	92,863	78,522	132,378	144,843	153,270
증감율	%	65.1	(15.4)	68.6	9.4	5.8
PER	배	10.2	13.5	9.8	8.9	8.5
PBR	배	1.7	1.7	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	배	4.5	5.0	4.0	3.3	2.9
ROE	%	18.4	13.5	19.4	17.8	16.0
BPS	원	548,698	617,984	745,499	885,466	1,033,862
Net DER	%	(16.5)	(15.2)	(18.6)	(22.4)	(25.8)

자료: 하나대투증권

그림 1. 삼성전자 부문별 실적 전망

	1Q12	2Q12	3Q12F	4Q12F	2012F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2013F
반도체부문	7,979	8,600	9,410	10,265	36,254	10,052	10,352	11,206	11,036	42,646
메모리	4,890	5,420	5,927	6,640	22,876	6,604	6,764	7,402	7,308	28,077
DRAM	2,904	3,341	3,433	3,701	13,380	3,875	4,048	4,422	4,346	16,692
NAND Flash	1,819	1,904	2,303	2,730	8,757	2,543	2,522	2,768	2,728	10,561
other memory	166	174	191	208	739	186	193	212	234	825
시스템LSI	3,090	3,180	3,483	3,625	13,378	3,449	3,589	3,804	3,728	14,569
디스플레이부문	8,540	8,251	8,955	9,284	35,030	8,588	8,934	9,362	9,797	36,680
LCD	6,181	5,631	5,701	5,499	23,013	4,993	5,206	5,348	5,661	21,208
SMD	2,359	2,620	3,253	3,785	12,017	3,595	3,728	4,014	4,136	15,472
정보통신부문	23,220	24,041	27,383	28,208	102,852	25,517	26,128	28,553	29,876	110,074
단말기	18,900	20,520	23,585	24,054	87,059	21,961	22,394	24,609	25,564	94,528
디지털미디어부문	10,750	12,150	12,630	14,215	49,745	12,172	12,922	13,494	14,653	53,241
기타부문	-5,219	-5,440	-5,774	-5,832	-22,265	-5,890	-5,949	-6,008	-6,069	-23,916
매출액 합계	45,271	47,602	52,604	56,140	201,617	50,439	52,387	56,606	59,293	218,725
반도체부문	760	1,110	1,101	1,402	4,373	1,415	1,647	2,084	1,925	7,070
메모리	476	633	474	677	2,259	863	1,001	1,323	1,217	4,403
DRAM	95	375	320	442	1,233	594	759	974	898	3,224
NAND Flash	365	244	138	218	965	254	227	332	300	1,113
other memory	16	14	15	17	62	15	15	17	19	66
시스템LSI	284	477	627	725	2,113	552	646	761	708	2,667
디스플레이부문	280	750	960	978	2,967	641	679	914	975	3,209
LCD	-112	310	341	334	873	138	120	272	354	884
SMD	392	440	618	643	2,093	503	559	642	620	2,325
정보통신부문	4,270	4,186	5,515	4,502	18,472	3,928	4,147	4,844	4,656	17,575
단말기	3,931	4,120	5,425	4,450	17,926	3,799	4,053	4,750	4,601	17,204
디지털미디어부문	480	760	503	421	2,164	527	609	474	446	2,055
기타부문	61	-81	0	0	-20	0	0	0	0	0
영업이익 합계	5,850	6,724	8,078	7,302	27,955	6,511	7,082	8,316	8,001	29,910
반도체부문	9.5%	12.9%	11.7%	13.7%	12.1%	14.1%	15.9%	18.6%	17.4%	16.6%
메모리	9.7%	11.7%	8.0%	10.2%	9.9%	13.1%	14.8%	17.9%	16.6%	15.7%
DRAM	3.3%	11.2%	9.3%	11.9%	9.2%	15.3%	18.7%	22.0%	20.7%	19.3%
NAND Flash	20.1%	12.8%	6.0%	8.0%	11.0%	10.0%	9.0%	12.0%	11.0%	10.5%
비메모리	9.2%	15.0%	18.0%	20.0%	15.8%	16.0%	18.0%	20.0%	19.0%	18.3%
TFT-LCD부문	3.3%	9.1%	10.7%	10.5%	8.5%	7.5%	7.6%	9.8%	9.9%	8.7%
정보통신부문	18.4%	17.4%	20.1%	16.0%	18.0%	15.4%	15.9%	17.0%	15.6%	16.0%
단말기	20.8%	20.1%	23.0%	18.5%	20.6%	17.3%	18.1%	19.3%	18.0%	18.2%
디지털미디어부문	4.5%	6.3%	4.0%	3.0%	4.4%	4.3%	4.7%	3.5%	3.0%	3.9%
OP margin(%)	12.9%	14.1%	15.4%	13.0%	13.9%	12.9%	13.5%	14.7%	13.5%	13.7%

자료: 하나대투증권

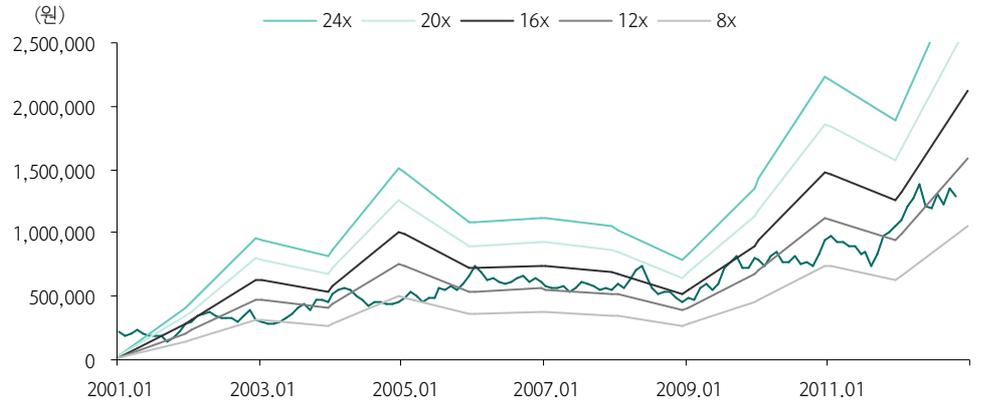
그림 2. 삼성전자 부문별 주요 가점

(단위: 백만개)

	1Q12	2Q12	3Q12F	4Q12F	2012F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2013F
DRAM 출하(1G Eq.)	2,395	2,690	2,985	3,320	11,390	3,550	3,780	4,170	4,390	15,890
(QoQ, YoY%)	1%	12%	11%	11%	32%	7%	6%	10%	5%	40%
DRAM 가격전망(US\$)	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0
(QoQ, YoY%)	-15%	2%	-7%	-2%	-32%	-1%	-1%	-1%	-7%	-8%
NAND Flash 출하(16G Eq.)	897	1,104	1,490	1,937	5,428	2,092	2,301	2,715	3,041	10,150
(QoQ, YoY%)	0%	23%	35%	30%	70%	8%	10%	18%	12%	87%
NAND 가격전망(US\$)	1.8	1.5	1.4	1.3	1.4	1.1	1.0	0.9	0.8	0.9
(QoQ, YoY%)	-1%	-15%	-10%	-8%	-32%	-13%	-9%	-7%	-12%	-34%
핸드폰 출하(백만대)	93.6	98.0	107.8	113.2	412.6	106.4	111.7	124.0	131.4	473.6
(QoQ, YoY%)	-2%	5%	10%	5%	25%	-6%	5%	11%	6%	15%
핸드폰 ASP(US\$)	177.9	184.5	193.7	189.8	186.7	186.0	182.3	180.5	176.9	181.0
(QoQ, YoY%)	13%	4%	5%	-2%	28%	-2%	-2%	-1%	-2%	-3%
TFT-LCD 출하(K m²)	8,459	7,730	7,862	7,807	31,858	7,374	7,916	8,133	8,783	32,206
(QoQ, YoY%)	-1%	-9%	2%	-1%	7%	-6%	7%	3%	8%	1%
TFT-LCD 가격(US\$/m ²)	644	642	642	629	639	610	598	598	586	597
(QoQ, YoY%)	1%	0%	0%	-2%	-7%	-3%	-2%	0%	-2%	-7%

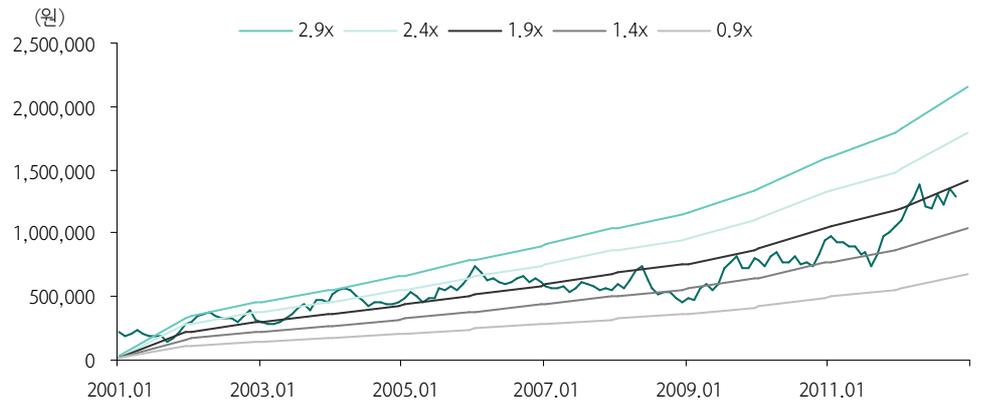
자료: 하나대투증권

그림 3. 삼성전자 PER Band



자료: 하나대투증권

그림 4. 삼성전자 PBR Band



자료: 하나대투증권

그림 5. 삼성전자 주가 추이 (1994년~현재)



자료: 하나대투증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	154,630.3	165,001.8	201,611.6	218,725.2	229,661.5
매출원가	102,666.8	112,145.1	132,558.9	145,666.5	152,949.8
매출총이익	51,963.5	52,856.7	69,052.7	73,058.7	76,711.7
판매비	35,342.5	37,401.8	42,177.8	44,286.6	46,501.0
조정영업이익	16,621.0	15,454.9	26,875.0	28,772.1	30,210.7
기타영업손익	675.5	794.8	1,079.7	1,137.5	1,093.1
영업이익	17,296.5	16,249.7	27,954.7	29,909.6	31,303.8
금융손익	(235.0)	(489.9)	96.9	308.6	534.8
총속/판계기업손익	2,267.1	1,399.2	1,709.6	1,854.8	1,947.5
기타영업외손익	0.0	0.0	(818.9)	(405.6)	(276.0)
세전이익	19,328.7	17,159.0	28,942.4	31,667.5	33,510.0
법인세	3,182.1	3,424.9	5,788.5	6,333.5	6,702.0
계속사업이익	16,146.5	13,734.1	23,153.9	25,334.0	26,808.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	16,146.5	13,734.1	23,153.9	25,334.0	26,808.0
비지배주주순이익	347.5	374.9	632.0	691.5	731.7
지배주주순이익	15,799.0	13,359.2	22,521.9	24,642.5	26,076.3
NOPAT	16,342.8	14,126.2	23,076.4	25,087.1	26,380.2
EBITDA	30,957.5	31,241.0	46,757.8	52,201.9	56,824.2
성장성(%)					
매출액증가율	13.4	6.7	22.2	8.5	5.0
EBITDA증가율	30.2	0.9	49.7	11.6	8.9
(조정)영업이익증가율	51.4	(7.0)	73.9	7.1	5.0
(지배주주)순이익증가율	65.1	(15.4)	68.6	9.4	5.8
EPS증가율	65.1	(15.4)	68.6	9.4	5.8
수익성(%)					
매출총이익률	33.6	32.0	34.3	33.4	33.4
EBITDA이익률	20.0	18.9	23.2	23.9	24.7
(조정)영업이익률	10.7	9.4	13.3	13.2	13.2
계속사업이익률	10.4	8.3	11.5	11.6	11.7

투자지표

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	92,863	78,522	132,378	144,843	153,270
BPS	548,698	617,984	745,499	885,466	1,033,862
CFPS	138,894	132,401	203,802	248,036	277,014
EBITDAPS	181,961	183,627	274,831	306,830	333,999
SPS	908,880	969,841	1,185,025	1,285,615	1,349,896
DPS	10,000	5,500	5,500	5,500	5,500
주가지표(배)					
PER	10.2	13.5	9.8	8.9	8.5
PBR	1.7	1.7	1.7	1.5	1.3
PCFR	6.8	8.0	6.4	5.2	4.7
EV/EBITDA	4.5	5.0	4.0	3.3	2.9
PSR	1.0	1.1	1.1	1.0	1.0
재무비율(%)					
ROE	18.4	13.5	19.4	17.8	16.0
ROA	13.1	9.5	13.6	12.6	11.6
ROIC	24.3	17.5	24.6	23.2	21.6
부채비율	50.3	52.8	49.2	45.5	41.7
순부채비율	(16.5)	(15.2)	(18.6)	(22.4)	(25.8)
이자보상배율(배)	29.8	25.2	36.7	35.5	31.9

자료: 하나대투증권

대차대조표

(단위: 십억원)

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
유동자산	61,402.6	71,502.1	89,103.0	106,703.3	124,371.7
금융자산	22,480.0	26,877.6	35,203.7	47,968.8	62,700.5
현금성자산	9,791.4	14,691.8	17,951.5	19,475.3	20,449.1
매출채권 등	21,308.8	24,153.0	29,512.0	32,017.1	33,617.9
재고자산	13,364.5	15,716.7	18,577.6	20,414.6	21,435.3
기타유동자산	4,249.3	4,754.7	5,809.6	6,302.8	6,617.9
비유동자산	72,886.2	84,129.2	96,046.8	109,432.0	122,999.6
투자자산	11,375.5	12,427.8	14,137.4	15,992.2	17,939.7
금융자산	3,040.2	3,223.6	3,223.6	3,223.6	3,223.6
유형자산	52,964.6	62,044.0	70,597.9	80,904.1	91,522.1
무형자산	2,779.4	3,355.2	3,969.1	4,707.1	5,398.4
기타비유동자산	5,766.6	6,302.2	7,342.4	7,828.7	8,139.4
자산총계	134,288.7	155,631.3	185,149.7	216,135.3	247,371.2
유동부채	39,944.7	44,319.0	50,609.5	55,056.8	57,947.3
금융부채	9,553.7	9,684.0	9,759.8	10,352.7	11,071.2
매입채무 등	24,204.8	28,048.3	33,153.9	36,432.2	38,253.8
기타유동부채	6,186.3	6,586.7	7,695.9	8,271.9	8,622.3
비유동부채	4,994.9	9,466.9	10,411.8	12,485.6	14,893.5
금융부채	1,221.7	4,962.6	5,615.5	7,485.9	9,760.5
기타비유동부채	3,773.2	4,504.3	4,796.3	4,999.7	5,133.0
부채총계	44,939.7	53,785.9	61,021.3	67,542.4	72,840.8
지배주주지분	85,589.6	97,599.8	119,294.2	143,107.3	168,354.2
자본금	897.5	897.5	897.5	897.5	897.5
자본잉여금	4,403.9	4,403.9	4,403.9	4,403.9	4,403.9
자본조정	(6,562.2)	(6,522.3)	(6,522.3)	(6,522.3)	(6,522.3)
기타포괄이익누계	1,835.8	1,278.1	1,278.1	1,278.1	1,278.1
이익잉여금	85,014.6	97,542.5	119,236.9	143,050.0	168,297.0
비지배주주지분	3,759.5	4,245.6	4,834.2	5,485.6	6,176.3
자본총계	89,349.1	101,845.3	124,128.4	148,592.9	174,530.5
순금융부채	(14,744.8)	(15,454.6)	(23,052.0)	(33,353.7)	(45,092.4)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	23,826.8	22,917.9	34,595.9	41,952.1	46,701.4
당기순이익	15,799.0	13,359.2	22,521.9	24,642.5	26,076.3
조정	14,088.3	16,475.6	22,650.3	25,323.2	28,328.2
감가상각비	11,393.9	13,592.1	17,912.3	20,843.1	23,848.9
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(2,267.1)	(1,399.2)	(1,709.6)	(1,854.8)	(1,947.5)
기타	4,961.5	4,282.7	6,447.6	6,334.9	6,426.7
자산/부채의 변동	(5,668.0)	(4,057.3)	(5,547.3)	(2,684.1)	(2,253.3)
투자활동현금흐름	(23,984.9)	(21,112.6)	(31,490.1)	(42,224.7)	(47,981.5)
투자자산감소(증가)	(2,138.3)	492.8	(6,776.0)	(13,096.1)	(15,705.4)
유형자산감소(증가)	(20,391.2)	(21,585.8)	(25,688.1)	(30,226.4)	(33,408.6)
기타투자활동	(1,455.3)	(19.6)	973.9	1,097.8	1,132.5
재무활동현금흐름	(152.3)	3,109.7	154.0	1,796.4	2,253.8
금융부채증가(감소)	1,701.7	3,757.6	728.7	2,463.4	2,993.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	63.6	226.8	252.9	162.4	90.2
배당지급	(1,917.6)	(874.6)	(827.5)	(829.4)	(829.4)
현금의 증감	(358.5)	4,900.3	3,259.7	1,523.8	973.8
Unlevered CFO	23,630.5	22,525.8	34,673.4	42,199.0	47,129.2
Free Cash Flow	1,805.7	2,339.8	8,390.7	10,924.3	12,181.3

삼성테크윈(012450) | Neutral

목표주가(12M): 65,000원

현재주가(10월12일): 61,100원

Key Data

KOSPI 지수(pt)	1,933.26	
52주최고/최저(원)	79,900/51,300	
시가총액(십억원)	3,246.2	
시가총액비중(%)	0.29	
발행주식수(천주)	53,130.0	
60일 평균거래량(천주)	383.4	
60일 평균거래대금(십억원)	26.8	
11년 배당금(원)	700	
12년 배당금(예상.원)	925	
외국인 지분율(%)	17.34	
주가상승률	1M	6M 12M
절대	(9.5)	(3.8) 4.6
상대	(8.6)	(1.1) (2.2)

Consensus Data

	2012	2013
매출액(십억원)	3,096.3	3,626.6
영업이익(십억원)	196.2	259.2
순이익(십억원)	181.7	241.1
EPS(원)	3,420	4,538
BPS(원)	32,853	37,131

Stock Price



Analyst 전성훈

☎ 02-3771-7566

✉ sh.chun@hanafn.com

RA 최재형

☎ 02-3771-7567

✉ jaechoi415@hanafn.com

이젠 그림보다 펀더멘탈로 보여줘야 할 시기

반복되는 기대감과 실적 사이의 괴리

삼성테크윈 투자의 핵심은 삼성 그룹의 IT를 포함한 전체 제조업의 핵심 장비 업체 전환이라는 큰 그림이다. 그 동안 Valuation 부담과 지속되는 수익성 개선 지연에도 불구하고 동사의 주가가 지향하는 투자 바탕이다.

하지만, 그 동안 다양한 기대감과 달리 동사의 영업 이익 수준은 2009년 이후 4년째 2천억 초반에서 변화가 없다. 오히려 2012년 반도체 부품 부문의 구조조정과 글로벌 경기 부진에 따른 기업들의 투자 지연으로 중소형 압축기 시장이 축소되며 감익될 전망이다.

이미 가능성이 낮아진 T50 연습기의 해외 수주, 바이오 장비 업체 전환, 가스 압축 설비를 이용한 에너지 저장 설비 구축 등은 차제 하더라도, 동사가 구체적으로 제시하였던 반도체 핵심 장비 생산, 중공업용 대형 가스 압축기 생산 등 다양한 미래 전략의 현실화가 필요한 시점이다.

큰 그림의 현실화 시기까지 Valuation 하락 시기

장기적인 밑그림의 현실화 시기까지 동사에 대한 Valuation의 하락은 불가피할 것으로 판단한다. 12.4분기 환율 하락 및 경기 둔화 지속에 따른 설비 투자 지연으로 동사의 4분기 영업이익은 530억원을 기록할 것으로 예상된다. 반도체 부품의 구조조정 완료와 고속기 시장 진입에 따른 반도체 시스템 부문의 실적 개선이 2013년 동사의 펀더멘탈 변화 가능성이 있다. 반도체 핵심 장비 업체의 인수를 통한 시장 진입은 그 가능성이 지연될 것으로 추정한다. 목표주가 65,000원, 투자의견 Neutral을 제시한다. Valuation 하락에 따라 목표주가 추가 하락할 가능성 존재한다.

Financial Data

투자지표	단위	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	십억원	2,924.0	2,947.5	2,850.5	3,157.3	3,572.1
영업이익	십억원	228.0	250.8	185.2	220.5	264.0
세전이익	십억원	288.8	247.7	181.4	217.5	262.5
순이익	십억원	233.4	229.5	153.3	184.0	222.1
EPS	원	4,557	4,327	2,896	3,473	4,191
증감율	%	44.1	(5.0)	(33.1)	19.9	20.7
PER	배	22.7	12.3	21.1	17.6	14.6
PBR	배	4.3	1.7	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	배	15.0	7.8	10.5	9.1	7.8
ROE	%	20.7	15.9	9.1	10.1	11.1
BPS	원	23,830	30,518	32,904	35,866	39,547
Net DER	%	51.6	9.8	3.4	0.7	(2.8)

자료: 하나대투증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	2,924.0	2,947.5	2,850.5	3,157.3	3,572.1
매출원가	2,324.2	2,402.8	2,244.3	2,509.4	2,879.3
매출총이익	599.9	544.7	606.1	647.9	692.8
판매비	386.0	456.4	485.0	509.2	534.7
조정영업이익	213.8	88.4	121.1	138.6	158.1
기타영업손익	14.1	162.4	64.1	81.9	105.9
영업이익	228.0	250.8	185.2	220.5	264.0
금융손익	(25.5)	(35.2)	(29.7)	(27.8)	(29.4)
종속/관계기업손익	86.3	32.1	31.0	34.4	38.9
기타영업외손익	0.0	0.0	(5.2)	(9.6)	(11.0)
세전이익	288.8	247.7	181.4	217.5	262.5
법인세	45.8	17.2	27.2	32.6	39.4
계속사업이익	243.0	230.5	154.2	184.9	223.1
중단사업이익	(8.8)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
당기순이익	234.2	230.0	153.6	184.3	222.6
비지배주주순이익	0.8	0.5	0.3	0.4	0.5
지배주주순이익	233.4	229.5	153.3	184.0	222.1
NOPAT	255.6	262.7	178.9	208.0	247.6
EBITDA	410.4	382.8	315.1	356.6	411.0
성장성(%)					
매출액증가율	8.6	0.8	(3.3)	10.8	13.1
EBITDA증가율	16.7	(6.7)	(17.7)	13.2	15.3
(조정)영업이익증가율	3.4	(58.7)	37.1	14.4	14.0
(지배주주)순이익증가율	33.5	(1.7)	(33.2)	20.0	20.8
EPS증가율	44.1	(5.0)	(33.1)	19.9	20.7
수익성(%)					
매출총이익률	20.5	18.5	21.3	20.5	19.4
EBITDA이익률	14.0	13.0	11.1	11.3	11.5
(조정)영업이익률	7.3	3.0	4.2	4.4	4.4
계속사업이익률	8.0	7.8	5.4	5.8	6.2

투자지표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
주당지표(원)					
EPS	4,557	4,327	2,896	3,473	4,191
BPS	23,830	30,518	32,904	35,866	39,547
CFPS	2,017	612	3,269	2,600	2,633
EBITDAPS	7,725	7,205	5,931	6,712	7,736
SPS	55,035	55,478	53,651	59,425	67,233
DPS	800	500	500	500	500
주가지표(배)					
PER	22.7	12.3	21.1	17.6	14.6
PBR	4.3	1.7	1.9	1.7	1.5
PCFR	51.3	87.0	18.7	23.5	23.2
EV/EBITDA	15.0	7.8	10.5	9.1	7.8
PSR	1.9	1.0	1.1	1.0	0.9
재무비율(%)					
ROE	20.7	15.9	9.1	10.1	11.1
ROA	8.9	7.6	4.9	5.6	6.2
ROIC	16.1	14.2	9.9	11.1	12.5
부채비율	128.1	96.5	80.2	80.6	80.3
순부채비율	51.6	9.8	3.4	0.7	(2.8)
이자보상배율(배)	8.2	6.9	5.6	7.0	7.8

자료: 하나대투증권

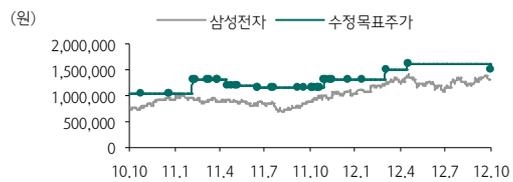
대차대조표	(단위: 십억원)				
	2010	2011	2012F	2013F	2014F
유동자산	1,134.1	1,244.2	1,167.9	1,382.1	1,650.8
금융자산	111.8	187.8	159.8	261.4	376.1
현금성자산	111.8	187.8	151.7	168.0	190.1
매출채권 등	472.1	547.7	529.7	586.7	663.8
재고자산	449.9	407.1	380.3	425.2	487.8
기타유동자산	100.3	101.6	98.2	108.8	123.1
비유동자산	1,763.8	1,949.3	1,988.2	2,065.0	2,140.9
투자자산	684.4	986.4	1,017.4	1,051.8	1,090.7
금융자산	35.8	439.8	439.8	439.8	439.8
유형자산	729.3	683.4	699.7	747.1	805.0
무형자산	274.4	259.2	251.5	244.5	220.8
기타비유동자산	75.7	20.3	19.6	21.7	24.4
자산총계	2,897.9	3,193.5	3,156.2	3,447.1	3,791.7
유동부채	1,062.3	963.1	809.9	870.0	969.3
금융부채	375.0	329.7	217.3	207.8	210.2
매입채무 등	370.8	297.9	278.2	311.1	357.0
기타유동부채	316.5	335.5	314.4	351.1	402.1
비유동부채	565.0	605.4	594.9	669.0	719.1
금융부채	428.9	457.4	442.4	507.2	546.8
기타비유동부채	136.1	148.0	152.5	161.7	172.3
부채총계	1,627.3	1,568.4	1,404.8	1,538.9	1,688.4
지배주주지분	1,265.3	1,621.1	1,747.9	1,905.3	2,100.8
자본금	265.7	265.7	265.7	265.7	265.7
자본잉여금	188.6	188.5	188.5	188.5	188.5
자본조정	(1.1)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
기타포괄이익누계	11.7	181.3	181.3	181.3	181.3
이익잉여금	800.5	986.3	1,113.0	1,270.4	1,466.0
비지배주주지분	5.3	3.9	3.4	3.0	2.5
자본총계	1,270.6	1,625.1	1,751.3	1,908.2	2,103.3
순금융부채	656.3	159.5	60.1	13.8	(58.9)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동현금흐름	128.6	65.2	198.9	161.8	164.9
당기순이익	233.4	229.5	153.3	184.0	222.1
조정	100.8	10.6	125.5	121.4	112.7
감가상각비	96.2	99.9	104.0	111.3	119.0
외환거래손익	1.7	(1.9)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(86.3)	(32.1)	(31.0)	(34.4)	(38.9)
기타	89.1	(55.4)	52.5	44.5	32.6
자산/부채의 변동	(144.8)	(109.4)	(23.3)	(83.5)	(101.6)
투자활동현금흐름	(513.0)	58.0	(79.4)	(177.0)	(162.0)
투자자산감소(증가)	(167.4)	106.5	(39.1)	(119.7)	(131.4)
유형자산감소(증가)	(162.9)	(48.1)	(102.6)	(141.4)	(161.4)
기타투자활동	(182.7)	(0.4)	62.3	84.2	130.9
재무활동현금흐름	223.4	(48.2)	(155.6)	31.5	19.2
금융부채증가(감소)	260.0	(5.2)	(127.5)	55.4	42.0
자본증가(감소)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.4	0.1	(1.6)	2.7	3.8
배당지급	(37.2)	(43.2)	(26.6)	(26.6)	(26.6)
현금의 증감	(161.4)	76.0	(36.1)	16.3	22.1
Unlevered CFO	107.2	32.5	173.7	138.2	139.9
Free Cash Flow	(413.2)	405.0	152.0	97.4	125.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

▶ 삼성전자

날짜	투자의견	수정목표주가
12.10.15	업종 애널리스트 변경	
12.5.6	BUY	1,600,000 원
12.4.30	BUY	1,600,000 원
12.4.29	BUY	1,600,000 원
12.4.8	BUY	1,500,000 원
12.3.16	BUY	1,500,000 원
12.1.30	BUY	1,300,000 원
12.1.29	BUY	1,300,000 원
12.1.2	BUY	1,300,000 원
11.11.28	BUY	1,300,000 원
11.11.25	BUY	1,300,000 원
11.11.16	BUY	1,300,000 원
11.11.14	BUY	1,300,000 원
11.11.13	BUY	1,300,000 원
11.11.3	BUY	1,160,000 원
11.11.2	BUY	1,160,000 원
11.10.31	BUY	1,160,000 원
11.10.24	BUY	1,160,000 원
11.10.19	BUY	1,160,000 원
11.10.18	BUY	1,160,000 원
11.10.16	BUY	1,160,000 원
11.10.5	BUY	1,160,000 원
11.9.20	BUY	1,160,000 원
11.8.28	BUY	1,160,000 원
11.8.2	BUY	1,160,000 원
11.8.1	BUY	1,160,000 원
11.7.1	BUY	1,160,000 원
11.6.30	BUY	1,160,000 원
11.5.23	BUY	1,200,000 원
11.5.20	BUY	1,200,000 원
11.5.11	BUY	1,200,000 원
11.5.10	BUY	1,200,000 원
11.5.2	BUY	1,200,000 원
11.4.30	BUY	1,200,000 원
11.4.12	BUY	1,300,000 원
11.4.11	BUY	1,300,000 원
11.3.28	BUY	1,300,000 원
11.3.24	BUY	1,300,000 원
11.2.25	BUY	1,300,000 원
11.2.21	BUY	1,300,000 원
11.1.4	BUY	1,040,000 원
11.1.3	BUY	1,040,000 원
10.11.8	BUY	1,040,000 원



▶ 삼성테크윈

날짜	투자의견	수정목표주가
12.10.15	Neutral	65,000 원



투자의견 분류 및 적용

1. 기업 및 산업의 분류

기업분석

분류
BUY(매수)
Neutral(중립)
Reduce(비중축소)

적용기준

목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업분석

분류
Overweight(비중확대)
Neutral(중립)
Underweight(비중축소)

적용기준

업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 하락 가능

2. 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(전성훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하에 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2012년 10월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(전성훈)는 2012년 10월 15일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.